



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO

O CORPORATE GOVERNANCE NA ROTA DE COLISÃO DA GESTÃO EMPRESARIAL IRREGULAR, ASSIMÉTRICA E OPACA

Estudo sobre casos de empresas de topo com fragilidades de *Corporate Governance*

ALZIRA REBECA RIBEIRO BENEDITO

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão
para a obtenção de Grau de Mestre em Gestão
Financeira

Orientador: Professor Doutor Álvaro Lopes Dias

Lisboa

2018

Resumo

Quando, em Julho de 2013, a Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM) decreta, com a assinatura do então Presidente do Conselho Diretivo Carlos Tavares, que os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal devem divulgar em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário¹, está a dar um sinal claro ao mercado de que é preciso apertar a malha da supervisão, melhorando as boas práticas relativas ao exercício da direção e ao controlo das sociedades, materializando a ética empresarial, a eficiência da gestão, a produtividade, a criação de valor e a competitividade dos mercados.

Na realidade, após os anos de crise financeira na Europa e no Mundo, em resultado das ondas de choque do *subprime* norte-americano, o tema do governo societário ganhou uma dimensão especial, sendo as suas deficiências apontadas como uma das causas da referida crise.

Apesar dos esforços que foram feitos, sobretudo em termos regulatórios, na prática subsistem ou retornam algumas das más práticas que foram visíveis no período pré-crise. Em Portugal, nos casos mais conhecidos de abalo de grandes empresas financeiras e não financeiras, encontramos os problemas do governo societário na raiz das convulsões verificadas. Nos casos BCP, BPN, BPP, BES e PT encontram-se grandes défices no funcionamento dos mecanismos fundamentais do *Corporate Governance*.

Aos olhos do cidadão comum torna-se quase inacreditável como algumas destas empresas eram altamente avaliadas, tanto pela CMVM como por entidades privadas, apresentando excelentes relatórios de governo societário e um exemplar cumprimento do Código de Governo Societário.

A presente dissertação pretende conferir a importância do *Corporate Governance* como um conjunto de princípios adotados de controlo e prevenção da *gestão empresarial irregular, assimétrica e opaca*, que poderia reforçar a barreira legislativa aos responsáveis pelos atentados económicos e destruição de valor das organizações onde estão inseridos, aos atos perniciosos que, liderados por *pessoas erradas*, no exercício das *más práticas*, da *falta de ética e de valores na condução das empresas* abusam da sua posição privilegiada para, em proveito próprio, comprometer ou inviabilizar interesses mais latos da empresa ou da sociedade em geral.

¹ http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_2013_04.aspx

No entanto, apesar da regulamentação vigente, nenhum modelo de *Corporate Governance*, só por si, conseguirá evitar as situações que todos testemunhamos no passado recente sem o exercício do poder da comunicação social, da cobertura da notícia em tempo real, do desempenho pleno do escrutínio mediático, da transparência da notícia e da divulgação séria da informação no momento oportuno.

No final sobra uma questão pertinente: o que seria do Estado democrático sem a existência de um sistema judicial operante, sem um poder político atento à crítica e à minúcia da opinião pública e um poder jornalístico arguto, independente, crítico, sério e delator, sem medo de enfrentar os poderosos.

Palavras-chave: *Corporate Governance, Insider Trading, Media, Offshore, Stakeholders, Subprime.*

Abstract

When, in July 2013, the Portuguese Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM) decrees, with the signature of the then Chairman of the Board of Directors, Carlos Tavares, that issuers of shares admitted to trading on a regulated market located or operating in Portugal must disclose a detailed report on corporate governance structure and practices, it is giving a clear signal to the market that it is necessary to tighten the supervisory framework by improving good practices regarding the exercise of management and control of companies, materializing business ethics, management efficiency, productivity, value creation and market competitiveness.

In fact, after years of financial crisis in Europe and in the world, as a result of the American subprime shockwaves, the issue of corporate governance has gained a special dimension, and its weaknesses have been identified as one of the causes of the crisis.

Despite the efforts that were made mainly in regulatory terms, actually, some of the bad practices that were visible in the pre-crisis period subsist or recur. In Portugal, in the most well-known cases of shaking of large financial and non-financial companies, we find the problems of corporate governance in the origin of the convulsions. In the cases of BCP, BPN,

BPP, BES and PT, in all of them there are major deficits in the functioning of the fundamental mechanisms of Corporate Governance.

In the eyes of the ordinary citizen, it becomes almost unbelievable how some of these companies were highly evaluated, both by the CMVM and by private entities, presenting excellent corporate governance reports and an exemplary compliance with the Corporate Governance Code.

This dissertation intends to impart the importance of Corporate Governance as a set of adopted principles of control and prevention of irregular, asymmetric and opaque corporate management that could reinforce the legislative barrier to those responsible for the economic attacks and destruction of the organizations where they are inserted, misconduct which, led by wrong persons, in the exercise of bad practices, lack of ethics and values in the conduct of companies, abuse their privileged position, for their own benefit, to jeopardize or prevent wider interests of the company or society in general.

However, in spite of the current regulations, no model of Corporate Governance alone will be able to avoid the situations we all witnessed in the recent past without the help of the power of the media, the real-time news coverage, the full performance of the media scrutiny, the transparency of the news and the serious disclosure of the information in due time.

In the end, a pertinent question arises: what would the democratic state be without a functioning judicial system, a political power attentive to the criticism and the minutia of the public opinion and without a sharp, independent, critical, serious and delatorial journalistic power, having no fear to confront the powerful.

Agradecimentos

Dedico este trabalho primeiramente a Deus, por ser o autor da minha vida, meu guia e socorro em todas as horas.

Agradeço a toda minha família, em especial aos meus pais, ao meu cunhado, aos meus irmãos e sobrinhos que, com muito carinho e apoio, não mediram esforços para que eu concluísse a minha formação acadêmica, vocês representam o melhor e maior bem da minha vida “FAMÍLIA”.

Aos meus amigos e colegas pelo incentivo e apoio constante.

Ao meu orientador, o Professor Doutor Álvaro Lopes Dias pela sua disponibilidade, pelas suas opiniões, pela sua boa vontade e por acreditar que a concretização deste trabalho seria possível.

A todas as pessoas que contribuíram para a realização da minha formação acadêmica, deixo os meus sinceros agradecimentos, visto que sem este apoio tudo se tornaria mais difícil.

Muito obrigada.

Tabela de abreviaturas

ABC	– <i>Australian Broadcasting Corporation</i>
BCP	– Banco Comercial Português
BES	– Banco Espírito Santo
BPN	– Banco Português de Negócios
BPP	– Banco Privado Português
BdP	– Banco de Portugal
IPCG	– Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
ISA	– Normas Internacionais de Auditoria
C.A.	– Conselho de Administração
CSC	– Código das Sociedades Comerciais
CGS	– Código de Governo das Sociedades
CIA	– <i>Central Intelligence Agency</i>
CIRE	– Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CMVM	– Comissão de Valores Mobiliários
CVM	– Código de Valores Mobiliários
ECGI	– <i>European Corporate Governance Institute</i>
G20	– Grupo dos 20
GES	– Grupo Espírito Santo
IIA	– <i>The Institute of Internal Auditors</i>
INE	– Instituto Nacional de Estatística
IPCG	– Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
MP	– Ministério Público
NSA	– Agência de Segurança Nacional
OCDE	– Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PSI-20	– <i>Portuguese Stock Index</i> (das 20 maiores empresas cotadas na Bolsa de Lisboa)
PT	– Portugal Telecom
ROC	– Revisores Oficiais de Contas
SLN	– Sociedade Lusa de Negócios
TdC	– Tribunal de Contas

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Enquadramento	1
1.2. Objetivos	4
1.3. Metodologia e Estrutura da Dissertação	4
1.3.1 Desenho	5
1.3.2 Análise dos Casos de Estudo	6
2. REVISÃO DA LITERATURA	7
2.1. O <i>Corporate Governance</i>	7
2.1.1. Conceito de <i>Corporate Governance</i>	8
2.1.2. A Evolução Histórica do <i>Corporate Governance</i>	8
2.1.3. O Governo Societário do G20/OCDE	11
2.1.4. Estrutura e Responsabilidades da Administração e o Papel dos Administradores Não Executivos	11
2.2. Teorias de <i>Corporate Governance</i>	12
2.2.1. Teoria da Agência	13
2.2.2 <i>Stewardship Theory</i>	15
2.2.3 Teoria Baseada nos Recursos (<i>Resource Dependence Theory</i>)	17
2.2.4 <i>Stakeholders Theory</i>	18
2.3. O <i>Corporate Governance</i> em Portugal	21
2.3.1 O Governo Societário do Código das Sociedades Comerciais	22
2.3.2 O Governo Societário do Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>	22
2.3.3 O Governo Societário da CMVM	24
2.3.4 O Governo Societário do Banco de Portugal	24
2.4. Modelos de <i>Corporate Governance</i>	25
2.4.1 O Modelo Monista (Clássico ou Latino)	25
2.4.2 Modelo Anglo-Saxónico	26
2.4.3 O Modelo Dualista (ou Germânico)	27
2.5. Limitações dos Modelos de <i>Corporate Governance</i>	29
3. AS BOAS PRÁTICAS DO CORPORATE GOVERNANCE	30
3.1 Os Acionistas	32
3.1.1 Investidores Institucionais	33
3.1.2 Acionistas com controlo ou de referência	35
3.1.3 Acionistas Minoritários	36

3.2 O Conselho de Administração	38
3.2.1 Composição, dimensão, diversidade e independência	38
3.2.2 Presidente do Conselho de Administração/Presidente Executivo (CEO)	39
3.2.3 Incentivos e remuneração executiva	40
3.3 Controlo e Auditoria de Procedimentos Desconformes	42
3.3.1 Compra e Alienação de Ações Próprias	44
3.3.2 A Informação Privilegiada	46
3.3.3 Participação em Sociedades Abertas	52
3.3.4 Interesses a Descoberto Relevantes	54
3.3.5 Perdas de Qualidade de Sociedade Aberta, Aquisições e Aliações Potestativas	56
3.3.6 Divulgação da Informação e Prestação de Contas	57
4. A GESTÃO EMPRESARIAL IRREGULAR, ASSIMÉTRICA E OPACA	59
4.1 Variáveis Base na Informação das Empresas Cotadas	61
4.2 Os Últimos Anos do Mercado Bolsista em Portugal	62
4.3 O Quinto Poder em Ascensão	66
4.4. Pontos da Gestão Irregular. Os Casos Mediáticos	69
4.4.1. O Caso BCP	69
4.4.2. O Caso BPN	73
4.4.3 O Caso BPP	75
4.4.4 O Caso BES	79
4.4.5. O Caso Portugal Telecom	86
5. CONCLUSÕES	88
5.1 Implicações Teóricas	88
5.2 Implicações na Gestão	92
5.3 Limitações e Futuras Investigações	94
BIBLIOGRAFIA	95
WEBGRAFIA	100
NOTAS	101

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Modelos de Governo das Empresas Cotadas	21
Figura 2 – Modelo Monista (Adaptado: Batista 2009).....	26
Figura 3 - Modelo Anglo-Saxónico (Adaptado: Batista 2009)	27
Figura 4 - Modelo Dualista (Adaptado: Batista 2009)	28
Figura 5 - Índice PSI 20 (Fonte: Pordata).....	64
Figura 6 - Capitalização Bolsista (Fonte: Pordata).....	64
Figura 7 – N.º Empresas Cotadas (Fonte: Banco Mundial)	64

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento

O presente trabalho enquadra-se no curso de Mestrado em Gestão Financeira, ministrado no Instituto Superior de Gestão. Assenta num projeto de investigação baseado na fuga de comportamentos abusivos de gestão empresarial à malha do poder legislativo, do controlo interno corporativo e da supervisão sectorial.

As boas práticas do *Corporate Governance* são regras baseadas na ética empresarial e na eficiência da gestão, no sentido de promover o controlo interno das empresas, o seu equilíbrio económico e financeiro, a criação de valor e a sua competitividade nos mercados, ao mesmo tempo que procuram a conciliação dos interesses de todos os *stakeholders* envolvidos.

De modo conceptual o *Corporate Governance* tem evoluído a par com a importância das organizações perante a sociedade, pelo crescente envolvimento que estas detêm na vida económica e social dos países e até pelo escrutínio a que são sujeitas pelas entidades reguladoras, supervisoras ou pelos media em geral. O *Corporate Governance*, nas grandes organizações, detém hoje um estatuto de idoneidade que está para além do mero *compliance* corporativo, exprimindo a transparência que a relação de uma empresa deve ter com os seus acionistas e *stakeholders*.

Na Europa, o interesse e a preocupação em torno das questões do *Corporate Governance* teve origem no Reino Unido em 1992, com a publicação do Relatório *Cadbury*, como reação a escândalos societários britânicos. A morte de Robert Maxwell durante o cruzeiro nas Ilhas Canárias, em 1990, pôs a descoberto os negócios da sua empresa. Uma série de aquisições arriscadas em meados dos anos 80 levou a *Maxwell Communications* a elevadas dívidas financiadas com o desvio de recursos dos fundos de pensão das suas empresas. Após o seu desaparecimento, constatou-se que as dívidas de uma das empresas de Maxwell superaram amplamente os seus ativos, enquanto 440 milhões de libras tinham desaparecido dos fundos de pensões da empresa. O escândalo teve um enorme impacto em diversos países. Após a série de falhas de *governance*, Sir Adrian Cadbury presidiu a um comité com o objetivo de investigar o sistema do governo societário britânico e sugerir melhorias para restaurar a confiança dos investidores no sistema.²

² https://en.wikipedia.org/wiki/Cadbury_Report

Quando, em 1994, também no Reino Unido, o governo estabeleceu um comitê sobre padrões de comportamento na vida pública, conhecido hoje pelo comitê *Lord Nolan*, que deu origem ao primeiro relatório denominado os “sete princípios de Nolan” (abnegação, integridade, objetividade, responsabilização, abertura, honestidade e liderança), mal se poderia imaginar como estas recomendações estariam hoje tão atuais e mais do que nunca na ordem do dia, ao cabo de quase vinte e cinco anos volvidos.

As bases dos sete princípios de Nolan assentam na atuação dos titulares de cargos públicos exclusivamente em prol do interesse público; na não permissão de interferências estranhas no desempenho dos deveres oficiais; na adjudicação de contratos ou nomeações para cargos que devem ser feitos por mérito e não para obtenção de recompensas e benefícios; na responsabilização pública pelos atos e decisões dos titulares de cargos públicos; na abertura à prestação de contas pelos atos e decisões tomadas, restringindo a informação apenas no estrito interesse público; nas reservas que devem ser sempre declaradas quando os titulares de cargos públicos tiverem quaisquer interesses pessoais relativos às suas funções públicas, devendo tomar medidas para resolver quaisquer conflitos que surjam de forma a proteger o interesse público; e nos titulares de cargos públicos que devem promover e apoiar esses princípios por liderança e exemplo³.

Também a crise da Ásia Oriental de 1998 veio chamar a atenção para a importância do *Corporate Governance* nos mercados emergentes. Na base deste destaque esteve a crise financeira asiática que mais contribuiu para o interesse mundial na questão do *Corporate Governance* (Bai *et al.*, 2004). Nessa altura a pressão pela identificação de padrões superiores de *Corporate Governance* passou a envolver diversas partes: acadêmicos, media, autoridades reguladoras, empresas, investidores institucionais, organizações internacionais, organizações de direitos dos acionistas, etc. (Bai *et al.*, 2004:127)

Por todo o mundo, os escândalos vividos nas grandes empresas que puseram em causa o comportamento dos seus gestores vieram reforçar a necessidade de se criar mecanismos de conduta a uma maior transparência na gestão das empresas.

Os princípios do *Corporate Governance* revistos no Relatório da OCDE em 2015, assinado pelo G20 (os ministros das finanças e governadores dos bancos centrais das 19 maiores economias do mundo, acrescidos da União Europeia), afirmam no seu preâmbulo que a boa governação corporativa não é um fim em si mesma. É um meio para criar confiança no

³ *The Nolan Principles - 20 years on...* <https://www.leadinggovernance.com/blog/nolan-principles-20-years>

mercado e integridade nos negócios, essencial para as empresas que necessitam de acesso a capital para investimentos a longo prazo.

Os princípios atualizados do *Corporate Governance*, constantes do relatório G20/OCDE, fornecem uma maneira muito oportuna e uma contribuição tangível para a prioridade no apoio ao investimento, fundamental como um poderoso motor de crescimento.

A questão temática do governo das sociedades ganhou enorme fôlego no final da década passada, na sequência do desencadear da crise financeira, com ondas de choque ainda em curso, apontando-se como uma das causas dessa crise erros cometidos ao nível do *Corporate Governance*.

Carlos Tavares, ex-ministro da economia e ex-presidente da CMVM, afirma que⁴ sete anos volvidos e apesar dos esforços que foram feitos sobretudo em termos regulatórios, na prática subsistem ou retornam algumas das más práticas que foram visíveis no período pré-crise. Em Portugal, nos casos mais conhecidos de abalo de grandes empresas financeiras e não financeiras, encontramos os problemas do governo societário na raiz das convulsões verificadas.

Se nos recordarmos dos casos BCP, BPN, BPP, BES e PT, em todos eles encontramos grandes défices no funcionamento dos mecanismos essenciais do governo societário. No entanto, algumas destas empresas eram altamente avaliadas, seja pela CMVM seja por entidades privadas, e apresentavam excelentes relatórios de governo sobre o cumprimento do Código de Governo e respetivas recomendações.

A questão é que:

- Não há bons modelos de *Corporate Governance* que resistam às pessoas erradas;
- Não há boas regras que resistam às más práticas;
- Não há bons princípios de governo societário que resistam à falta de ética e de valores na condução das empresas.

Em Portugal, o Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance*, na versão de 2018, afirma como princípio geral que o governo societário deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade

⁴ *Corporate Governance* e Responsabilidade Social das Empresas, 27-11-2014

e na transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades.

Apesar de toda a regulamentação sancionatória, de supervisão, ou de previsão de riscos, os mecanismos estabelecidos não parecem ser suficientes para o exercício pleno das boas práticas do governo societário, sendo em muitos casos permissivos a atos extremos de má-fé, de burla e de fraude, com terríveis repercussões no equilíbrio e na viabilidade das empresas.

Em matéria de governação das sociedades, Carlos Tavares, ainda no mesmo documento, afirma que a responsabilidade social das empresas começa dentro da própria empresa: no comportamento dos Gestores e Administradores; na forma como são tratados, considerados e reconhecidos os colaboradores; na forma como são respeitados e defendidos os interesses dos que aplicam as suas poupanças ou os seus recursos nas empresas; e na forma como a empresa se relaciona com os concorrentes, clientes e fornecedores⁵.

1.2. Objetivos

O presente trabalho pretende conferir, no contexto social, político e económico das organizações, como a prevenção *da gestão empresarial irregular, assimétrica e opaca*, liderada pelas pessoas erradas, no exercício das más práticas, na falta de ética e de valores na condução das empresas, responsáveis pelos atentados económicos e destruição de valor das sociedades onde se inserem, pode ser feita com as regras do governo societário, desde que suscetíveis à divulgação da informação, ao escrutínio público e ao observatório do poder mediático.

1.3. Metodologia e Estrutura da Dissertação

O que se pretende observar segue a metodologia sequencial para se perceber o que é e para que serve o *Corporate Governance*, os motivos históricos que subscrevem a razão de ser da sua existência atual; quais as boas práticas do *Corporate Governance* e quem são os seus mais diretos interessados nos princípios que defende; que tramas empresariais conseguem esquivar-

⁵ Idem

se à malha cada vez mais apertada do controlo interno das sociedades e da legislação vigente; que casos chegaram a público através da comunicação social; quais as consequências na vida das empresas da prática dos casos mais mediáticos; qual o impacto no erário público dos atos falhados da gestão empresarial irregular, assimétrica e opaca.

1.3.1 Desenho

A estrutura desta dissertação assenta assim em quatro pilares fundamentais. Desde logo o enquadramento histórico do tema, revisitando as causas sociais, políticas, económicas e empresariais que estiveram na base da criação do conceito *Corporate Governance*, bem como as teorias da gestão empresarial que gravitam em torno da questão, mas também a organização estatutária do conceito implementada em Portugal, os diferentes tipos de modelos derivados e algumas insuficiências apontadas por erros de gestão ou de diferenças de perspetiva e interesses instaladas entre os gestores e acionistas.

Um segundo pilar importante refere as boas práticas do *Corporate Governance*, com destaque para os *stakeholders* mais diretamente interessados, como sejam os acionistas e os órgãos de direção, relevando igualmente a importância dos organismos de controlo e auditoria e os códigos de ética, de conduta e das boas práticas de governo das sociedades.

O terceiro pilar refere os perigos da gestão empresarial irregular, assimétrica e opaca, cozinhada na sombra do conhecimento público, nas entrelinhas do texto legislativo e à margem dos reais interesses das próprias organizações, destacando o verdadeiro poder da comunicação social, os casos mais mediáticos por ela denunciados, bem como a crise do mercado de capitais evidenciada pela diminuição do interesse das empresas portuguesas em abrir o seu capital à participação pública.

Finalmente o quarto pilar, de pendor mais crítico, interventivo e conclusivo, destacando os aspetos fraudulentos dos casos dos gestores que, nas respetivas empresas, conseguiram fazer passar todo um percurso de gestão danosa, em prol de interesses próprios, através de uma malha legislativa curiosamente cada vez mais apertada. Esses casos, levados ao conhecimento público pela comunicação social, cujo mérito de tornar transparente grande parte das atuações opacas destes gestores se considera evidentemente inegável.

1.3.2 Análise dos Casos de Estudo

A informação privilegiada na posse de gestores e não divulgada ao mercado, a criação de sociedades *offshore* com o objetivo de manipular a cotação das ações ou esconder lucros da autoridade tributária (destacado no caso BCP), a manipulação de contas e resultados contabilísticos com o intuito de obtenção de lucros imediatos, distribuição de dividendos, desvio de fundos de sociedades *offshore* e ocultação de prejuízos (destacado no caso BPN), os investimentos cruzados nas empresas do grupo financeiro suportados por garantias do próprio banco, ocultação da proveniência de fundos, branqueamento de capitais de empresas financeiras do grupo, pagamento de luvas a governantes com a intenção de facilitar acessos a interesses relevantes (destacado no caso BES), a falsificação de documentos e falsidade informática para esconder informação dos organismos de tutela (destacado no caso BPP) ou a aplicação excessiva de fundos a instrumentos financeiros de dívida não reportados nas contas anuais (destacado no caso PT) são alguns exemplos de casos estudados que merecem aqui ser sintetizados e revistos.

1.3.2.1 Critérios de Seleção

Os cinco casos do tema desta dissertação, BCP, BPN, BPP, BES e PT, foram escolhidos pelo enorme défice no funcionamento dos mecanismos essenciais do *Corporate Governance* da sociedade portuguesa, pela complicada teia de ligações sofisticadas a esquemas e comportamentos obscuros de gestão empresarial, pela importância e responsabilidade de pertencerem ao restrito número das grandes empresas do PSI-20, por serem altamente mediatizadas e porque as consequências gravosas dos atos de má governação societária e de gestão danosa são exemplos recentes de como estas situações acabam por cair em prejuízo do erário público e em prejuízo da confiança dos portugueses nas nossas instituições.

1.3.2.2 Critérios de Análise

Os casos analisados são recentes na vida empresarial societária. Emergiram para o conhecimento público a partir dos conturbados anos de crise de 2008/2009, embora com raízes históricas no contexto do *Corporate Governance* assentes em anos anteriores como, por

exemplo, o caso BCP, acusado de financiar encapotadamente os seus próprios aumentos de capital em 2000 e 2001, através do crédito concedido a sociedades *offshore* que compraram ações do banco. O Ministério Público abriu uma investigação e acusou os ex-administradores, incluindo Jorge Jardim Gonçalves, do crime de manipulação de mercado e falsificação de documentos⁶.

O facto de não existir ainda suficiente literatura científica publicada, levou a que a pesquisa se concentrasse mais no trabalho de investigação jornalística credível, cujos critérios de análise puseram de parte as redundâncias da narrativa do jornalismo comercial e especulativo, normalmente assumido em torno das figuras mais mediáticas de cada caso aqui abordado.

Procurou-se, em cada caso, identificar as causas das más práticas de *Corporate Governance*, os gestores responsáveis e as consequências nefastas na vida das respetivas empresas, dos *stakeholders* e da sociedade portuguesa em geral.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. O *Corporate Governance*

Uma empresa bem governada é aquela que é responsável e transparente para os seus acionistas, trabalhadores, clientes, fornecedores, estado social e todas as outras partes interessadas.

Por outro lado, um governo societário fraco gera má administração, instabilidade, prejuízos e corrupção.

Embora o *Corporate Governance* tenha surgido como uma forma de gerir as sociedades anónimas modernas, particularmente as mais expostas ao observatório mediático, como as cotadas em bolsa, é igualmente significativa a sua representação nas empresas estatais, cooperativas e nas grandes empresas familiares.

Independentemente do tipo de atividade, o que é importante é que as organizações disponham de um governo societário competente, acompanhando e apoiando a evolução sustentável dos negócios.

⁶ <https://expresso.pt/economia/2015-12-30-Oito-anos--de-escandalos-financeiros#gs.Iz9jS4s>

2.1.1. Conceito de *Corporate Governance*

O *Corporate Governance* deve incorporar uma estrutura diretiva capaz de promover a transparência e a eficiência dos mercados, que seja consistente com o Estado de Direito e que saiba articular claramente a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades de supervisão, de regulamentação e de execução⁷.

O *Corporate Governance* lida com questões que resultam da separação de propriedade e controle, estabelecendo um claro relacionamento entre acionistas e administradores.

O *Corporate Governance* envolve um conjunto de relacionamentos entre as empresas, administração, restantes órgãos sociais, acionistas e outras partes interessadas, fornecendo a estrutura através da qual os objetivos das empresas são definidos, determinando os meios para monitorizar e atingir esses objetivos⁸.

Neste sentido o governo das sociedades é um sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas⁹, constituindo um conjunto de regras que definem o relacionamento entre as partes interessadas, a gestão, a administração, os acionistas e os restantes *stakeholders*, de forma a influenciar a transparência e a operacionalidade da empresa.

2.1.2. A Evolução Histórica do *Corporate Governance*

Originalmente o *Corporate Governance* está estritamente ligado a três grandes áreas do conhecimento: à Gestão, por se tratar de um sistema de regras respeitantes ao modelo de administração de uma empresa; à Economia, uma vez que é influenciado pela organização económica de um país; e ao Direito, dado traduzir-se num conjunto de regras de natureza jurídica. (Cheffins, 2001).

As raízes teóricas do *Corporate Governance* datam do início da década de trinta do século passado, nos Estados Unidos da América, quando Berle e Means, no seu trabalho *The Modern Corporation and Private Property* (1932), colocaram a questão da separação de poderes entre propriedade e controle nas grandes empresas americanas.

⁷ OECD Principles of Corporate Governance (2004)

⁸ idem

⁹ Relatório do Comité sobre os Aspectos Financeiros do *Corporate Governance* (UK - Cadbury Report, Londres, 1992)

Berle e Means argumentaram que o capital nos Estados Unidos se tinha concentrado durante as décadas anteriores nas mãos de um pequeno número de empresas com um enorme poder. O crescimento dessas empresas tornou difícil para os proprietários originais manterem a sua maioria acionista, havendo um grande número de ações dispersas por pequenos acionistas. A consequência foi a usurpação do poder pelos gestores, aqueles que dirigiam os negócios do dia-a-dia das empresas.

Como Berle e Means afirmaram, os interesses dos gestores não estavam em consonância com os dos acionistas. Estes preferiam que os lucros fossem devolvidos na forma de dividendos enquanto os gestores preferiam reinvesti-los ou incrementar diretamente os seus próprios benefícios sob a forma de salários mais elevados.

Os autores, preocupados com o surgimento de uma poderosa classe de gestores profissionais, atuando livres da pressão, não apenas dos acionistas, mas também do grande público, advertiram que a ascendência do controle das empresas pelos gestores colocava em risco o poder corporativo, direcionando-o potencialmente para fora do controlo dos proprietários, com sérias consequências para o carácter democrático dos Estados Unidos.

Mais tarde, já na década de 80 do século passado, o *Corporate Governance* afirma-se como uma forma de controlo, em consequência da evolução de certas práticas de gestão, nomeadamente a perceção da discrepância entre os prémios aos gestores e o desempenho das empresas, a preocupação com a contabilidade criativa e a quebra de confiança nos auditores externos e o grande aumento do número de fusões e aquisições de empresas com consequências inflacionistas e mecanismos de valorização acionista especulativa, acabando em resultados financeiros ruinosos (Dixon *et al.*, 2005; Hann, 2001).

Recentemente, na década de 90, novamente os Estados Unidos revelam-se pioneiros ao introduzir a obrigatoriedade de criação das regras de comunicação e prestação de informação aos acionistas por parte das administrações, com diversas medidas e modelos criados pelo *Securities and Exchange Commission (SEC)*, a Comissão de Valores Mobiliários, a agência federal dos Estados Unidos que detém a responsabilidade pela aplicação das leis de títulos federais e a regulação do sector de valores mobiliários (G. Johnson *et al.*, 2007).

Foi, de facto, uma década de ouro para o *Corporate Governance* tal como o conhecemos hoje. Em 1993, o maior fundo de pensões do mundo, o *Teachers Insurance and Annuity Ass. Coll. (TIAA-CREF)* compilou um conjunto de princípios de *Corporate Governance* (Gillan & Starks, 2003; Hann, 2001).

Ainda nessa década, mas no Reino Unido, começaram a surgir movimentos governamentais que insistiam na codificação dos princípios e das boas práticas de governação, destacando a importância do contexto e do momento para se entender o comportamento dos conselhos de administração, chamando a atenção para uma complexa rede de relações entre os diretores executivos internos, os diretores não executivos externos e outras partes interessadas internas. Esses relacionamentos têm diferentes pesos e valores dentro da organização (Annie Pye, 2004).

Em 2002, surge uma das reformas mais importantes implementadas pelo poder político norte-americano, a *Sarbanes-Oxley Act*,¹⁰ com o objetivo de garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança fiáveis nas empresas, incluindo regulamentação para a criação de comités encarregados de supervisionar as suas atividades e operações, de forma a mitigar riscos dos negócios, evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar a existência de meios de prevenção, garantindo a transparência na gestão.

Esta reforma aconteceu como resposta ao escândalo da falência da Enron, uma das maiores empresas americanas na época do sector da distribuição de energia (eletricidade e gás natural), arrastada para a insolvência por fraudes contabilísticas e fiscais, com a conivência da auditora Arthur Anderson, de bancos e empresas.

A lei *Sarbanes-Oxley* concentrou-se inicialmente na criação de mecanismos de controlo financeiro interno e divulgação de informação externa, focando-se posteriormente no desenvolvimento de mecanismos de controlo operacional e da clarificação do papel dos administradores não-executivos (G. Johnson *et al.*, 2007).

Com o conhecimento público de um cada vez maior número de casos de violação da ética empresarial, os códigos de *Corporate Governance* tornaram-se num importante fenómeno mundial, afetando tanto as empresas na sua forma de organização (tipos de estrutura, forma de liderança do Conselho, a ponderação entre administradores executivos e não-executivos e as suas características) como os governos na necessidade de implementação de medidas de regulação necessária. No entanto, a crise financeira de 2007/2008, de repercussões internacionais, que resultou em grandes colapsos e perdas económicas no sistema financeiro mundial, deixou a descoberto que ainda existem graves problemas de conduta e muito trabalho pela frente nas políticas do *Corporate Governance*. Simplesmente os códigos não mudaram os problemas a que se propuseram resolver. (Nordberg & McNulty, 2012).

¹⁰ Ver Nota xiii

2.1.3. O Governo Societário do G20/OCDE

Os Princípios de *Corporate Governance* do G20/OCDE¹¹ representam um entendimento comum sobre os padrões e as práticas de governo societário nas diferentes vertentes da governação empresarial, tais como a transparência, divulgação da informação, prestação de contas, fiscalização, direitos dos acionistas e restantes entidades relacionadas. O documento regista ainda recomendações sobre o sistema remuneratório dos administradores, o comportamento dos investidores institucionais e o funcionamento do mercado de capitais.

A versão dos Princípios de 2015 fornece orientação, por meio de recomendações e anotações, em seis capítulosⁱ:

- I) Garantir a base para uma estrutura eficaz de governança corporativa;*
- II) Os direitos e tratamento equitativo dos acionistas e principais funções de propriedade.*
- III) Investidores institucionais, bolsas de valores e outros intermediários.*
- IV) O papel das partes interessadas no governo societário.*
- V) Divulgação e transparência.*
- VI) As responsabilidades do conselho.*

2.1.4. Estrutura e Responsabilidades da Administração e o Papel dos Administradores Não Executivos

A administração e a fiscalização das sociedades podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades:

- i) Conselho de administração, conselho fiscal e revisor oficial de contas¹²;
- ii) Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria e revisor oficial de contas;

¹¹ G20/OECD Principles of Corporate Governance, Turkey 2015

¹² A obrigatoriedade de existência de revisor oficial de contas depende do preenchimento de requisitos legais (Artigo 278.º, n.º 3, CSC). A lei admite que o conselho fiscal se pode resumir a um fiscal único, mas não para as sociedades com valores admitidos à cotação em mercado regulamentado (Artigos 278.º, n.º 3, e 413.º, n.º 2, CSC).

- iii) Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas¹³.

Nas duas primeiras modalidades, compete ao conselho de administração gerir as atividades da sociedade, devendo este subordinar-se às decisões dos acionistas ou do órgão de fiscalização nos casos em que a lei ou o contrato de sociedade o determinam¹⁴. Na terceira modalidade, a competência da gestão é do conselho de administração executivo, sem prejuízo de o contrato de sociedade poder estabelecer que este órgão tenha de obter o prévio consentimento do conselho geral e de supervisão para a prática de determinadas categorias de atos¹⁵.

Quanto aos administradores não executivos, estranhamente, não parece existir no Código das Sociedades Comerciais qualquer definição relativamente a este cargo, exceto o n.º 5 do Art.º 396º que refere a *dispensa de prestação de caução aos administradores não executivos e não remunerados*, referência esta introduzida pela Lei do Orçamento de Estado n.º 66-B de 2012, de 31-12.

Encontra-se uma definição algo redundante na Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE: *Entende-se por «administrador não executivo» qualquer membro do órgão de administração (estrutura monista) de uma sociedade que não seja administrador executivo.*

Só mais recentemente, na versão de 2018 do Código do Governo das Sociedades se encontra uma definição mais concludente: *Administradores não Executivos — os membros do conselho de administração a quem não tenham sido delegados poderes de gestão, tendo sido efetuada uma delegação ao abrigo do disposto no art. 407.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais - Crítica: a definição só opera relativamente ao modelo clássico e ao modelo anglo-saxónico.*

2.2. Teorias de Corporate Governance

Existem diferentes contextos teóricos de aproximação ao *Corporate Governance*, todos eles com uma lógica de prevenção da mecânica das insolvências, não havendo uma única

¹³ Artigo 278º CSC.

¹⁴ Artigo 405º CSC.

¹⁵ Artigos 431.º e 442.º CSC, citado por CMVM - Consolidação de Fontes Normativas e do Código de Governo das Sociedades, 2010

abordagem prática, unanimemente aceite, capaz de descrever sem margem de erro os verdadeiros motivos responsáveis pelas situações de falência das organizações.

Apesar disso, a literatura leva-nos ao encontro de várias teorias, com um suporte estrutural genericamente aceite, que procuram explicar os motivos e o momento em que determinadas empresas têm mais êxitos do que outras, destacando-se as seguintes: a) Teoria da Agência, b) Teoria de *Stewardship*, c) Teoria Baseada nos Recursos (*Resource Dependence Theory*) e d) Teoria dos *Stakeholders*. Todas estas teorias colocam a ênfase principal nas estruturas administrativas das empresas e nas qualidades e funções dos órgãos de gestão.

2.2.1. Teoria da Agência

A Teoria da Agência visa analisar os potenciais conflitos de interesse que se introduzem dentro da relação existente entre os proprietários da empresa (os acionistas) e os seus gestores. Subjacente a esse potencial conflito está a divergência de informação e conhecimento entre o acionista e o gestor (este conhece melhor a situação em que as decisões são tomadas, ou as consequências das suas ações (Ross, 1973)).

Jensen e Meckling (1976) foram dos primeiros autores a pesquisar sobre o problema de agência, procurando analisar a relação de agência. O problema da agência começa a partir do momento em que o agente passa a atuar em função dos seus interesses pessoais, em vez dos interesses do proprietário.

Para Jensen e Meckling (1976), é indispensável separar os poderes entre quem administra e quem gere a empresa, sendo a relação de agência um contrato no qual o proprietário (*o principal*) mandata outrem (*o agente*) no sentido de, em seu nome, administrar o património da empresa. Tendencialmente, se ambas as partes contratantes maximizarem as suas funções, considerando que cada uma tem preferências e objetivos práticos diferentes, poderá haver motivos para acreditar que a atuação do *agente* não será sempre coincidente com o melhor interesse do *principal*, podendo esta relação tornar-se complexa devido à necessidade de separação entre a gestão e o controlo da empresa.

Jensen e Meckling (1976) afirmam ainda que os acionistas (*principal*) delegam responsabilidades nos gestores (*agentes*) e que estes se expõem a riscos para os quais se consideram indevidamente ressarcidos. Aliada à não recompensa dos riscos, a divergência de interesses reforça o estímulo para que os agentes se demitam das suas responsabilidades e

utilizem os meios de que dispõem, conhecimento, informação e liberdade de ação, para tomar decisões que maximizem a sua própria riqueza, em vez de procurarem maximizar a riqueza dos outros (dos acionistas).

Chrisman *et al.* (2007) consideram que a Teoria de Agência se enquadra fundamentalmente em cinco pressupostos básicos:

- 1 - Divergência de objetivos entre acionistas e gestores;
- 2 - Discrepância de informação entre acionistas e gestores;
- 3 - Liberdade para os gestores prosseguirem com as suas estratégias mesmo que estas prejudiquem os interesses dos acionistas;
- 4 - Racionalidade limitada dos proprietários, ou seja, alguma incapacidade de os acionistas preverem todos os eventos futuros suscetíveis de assegurar que os recursos da empresa não serão expropriados ou desperdiçados em projetos pouco atrativos. Mesmo que tal previsão seja possível, os proprietários estão ainda limitados no processamento dessa informação, na identificação dos seus pressupostos e na prossecução de soluções ótimas;
- 5 - Impossibilidade de elaborar contratos completos (Eisenhardt, 1989; Shleifer e Vishny, 1997).

Para Fama e Jensen (1993), o processo de decisão numa empresa está ligado aos problemas de agência, devendo passar pelas seguintes etapas: criação de propostas; escolha das decisões; execução das decisões; análise do desempenho; e atribuição de recompensas.

Tradicionalmente, a teoria económica indica a teoria da agência como o princípio dos mecanismos de *Corporate Governance*, defendendo que se deve criar um conjunto de condições eficientes para alinhar os interesses dos agentes e dos proprietários.

Neste contexto, a teoria da agência tem sido discutida e desenvolvida em duas vertentes (Eisenhardt, 1989): a) a relação principal-agente e b) a positivista. Ambas as vertentes partilham os mesmos pressupostos (pessoas, organização e informação), mas diferem no rigor matemático, variáveis dependentes e modelos.

A vertente principal-agente preocupa-se com as fundamentações teóricas aplicáveis às diversas relações de agência existentes entre os *stakeholders*, nomeadamente as relações entre: proprietários/gestor, acionistas maioritários/minoritários, gestores/colaboradores e credores/devedores, visto que as características e os paradigmas dessas relações envolvem

especificações e assunções que devem ser seguidos através de deduções lógicas e testes matemáticos (Eisenhardt, 1989).

A perspectiva positivista, além de identificar situações suscetíveis de gerarem conflitos de interesses, descreve os mecanismos de governação que podem limitar os comportamentos oportunistas (Jensen e Meckling, 1976).

Num âmbito da integração dos mercados financeiros com a política de separação da propriedade e do controlo da sua gestão, para evitar eventuais conflitos de interesse entre as partes interessadas, é necessário criar mecanismos de incentivo para uma convergência de objetivos (Ramos 2008). É assim que, para responder a esse conflito e evitar custos e desequilíbrios para a empresa e a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores, passa a ser necessário um conjunto de práticas e um paradigma de gestão, geralmente discutido no âmbito do *Corporate Governance*.

2.2.2 *Stewardship Theory*

Davis, Schoorman & Donaldson (1997) desenvolveram a teoria *Stewardship* como uma estratégia oposta à teoria da agência, colocando a ênfase na filosofia da liderança.

Na *Stewardship Theory* o altruísmo representa o valor moral que motiva os indivíduos a realizarem ações em benefício do próximo, sem expectativa de qualquer retribuição extraordinária. O altruísmo faz com que as práticas coletivas tenham maior utilidade do que as práticas individualistas (Davis *et al.*, 2000).

A *Stewardship Theory* baseia-se na ideia de que as pessoas, nas comunidades e nas organizações, estão dispostas a colocar o trabalho acima dos interesses pessoais, beneficiando de autonomia suficiente para se tornarem responsáveis pelos seus atos. A administração da propriedade alheia é elevada aos cuidados extremos de diligência, monitorização, zelo e demais práticas necessárias a promover a gestão de uma organização.

Deste modo, os gestores identificam-se com a organização, consideram seus os objetivos organizacionais, atualizam os seus conhecimentos e esforçam-se por atingir as metas da empresa, acreditando que a maximização do desempenho será benéfica para todos.

Segundo Tricker (2015) a *Stewardship Theory* oferece uma perspectiva diferente de *Corporate Governance*. Contesta os fundamentos filosóficos e morais da Teoria da Agência sobre a

natureza do Homem, baseando os seus argumentos nas raízes da Psicologia e Sociologia e não tanto na Economia (Davis et al., 1997).

A *Stewardship Theory* contesta a ideia de que os gestores se comportem como *homo economicus*, que sejam motivados apenas por perspectivas de ordem económica, acreditando que os líderes e executivos tenham interesses em não se tornarem simplesmente indivíduos economicamente egocêntricos, encorajando-os a proceder conforme os interesses da organização e dos acionistas (Davis et al., 1997).

Davis et al. (1997) defendem que os gestores são verdadeiros *stewards* de patrimónios e que são geralmente indivíduos com valores morais e éticos (honestidade, integridade, profissionalismo, etc.) que os impedem de praticar ações contrárias aos interesses dos acionistas.

Nesta teoria, a administração é baseada na suposição de que o gestor irá tomar decisões no melhor interesse da organização, colocando-os acima dos interesses próprios e que os subordinados atuam em prol da coletividade, são pro-organizacionais e confiáveis (Davis et al., 1997), altruístas e com capacidade para ter em conta outros interesses que não apenas os seus (Tricker, 2015).

Os fundamentos da *Stewardship Theory* estão refletidos na ordem jurídica das organizações. O aparecimento do conceito de responsabilidade limitada fez com que as empresas passassem a possuir uma natureza legal própria e distinta dos mecanismos originais. Os acionistas têm que nomear um gestor para cuidar dos seus próprios interesses, sendo-lhes apresentado, periodicamente, o resultado da sua conduta. Tal só é possível graças ao dever de cumprimento que resulta de um pressuposto fundamental do conceito legal de empresa, ou seja, a confiança na responsabilidade do gestor (Tricker, 2015).

Davis et al. (1997) consideram que, embora a Teoria da Agência tenha possibilitado a investigação dos potenciais conflitos de interesse entre principais e agente, é preciso chamar a atenção para a complexidade das relações organizacionais, que fazem com que estas não se apliquem em todas as situações.

Certas características do gestor e dos seus objetivos podem contribuir para uma maior predisposição a serem *stewards*. Por exemplo, quando a sua motivação está relacionada com a procura de sucesso e realização pessoal, acreditam que podem ter mais vantagens competitivas se adotarem esta postura do que se optassem por serem meros agentes.

No entanto, também salientam que a relação não é determinística e que tanto os gestores como os acionistas escolhem o tipo de relação que perspetivam ter com base nas expectativas de atuação que cada um irá ter com o outro.

Na realidade, esta teoria é mais aplicável a países anglo-saxónicos, como os Estados Unidos da América e o Reino Unido, em que a prática de *common law*¹⁶ permite uma maior flexibilidade, considerando os precedentes e uma proteção mais substancial dos direitos dos acionistas minoritários, contrariamente ao que acontece nos países da Europa Continental e da América Latina, onde predomina a *civil law*¹⁷. Em geral, a *common law* tem sido considerada demasiado ingénua e alheia duma realidade que é bastante distinta da existente no século XIV.

A confiança depositada na gestão das empresas pelos investidores foi muito abalada com os sucessivos escândalos que foram ocorrendo durante os séculos XX e XXI (Tricker, 2015).

Davis, Schoorman & Donaldson (1997) desenvolveram a teoria *Stewardship* como uma estratégia oposta à teoria da agência. A *Stewardship Theory* coloca a ênfase na filosofia de liderança em que o proprietário gere o negócio, este prospera e o dono, eventualmente, passa a responsabilidade para um gestor ou agente a quem confia o destino da sua organização.

2.2.3 Teoria Baseada nos Recursos (*Resource Dependence Theory*)

A Teoria da Dependência de Recursos é uma teoria das organizações que procura explicar o comportamento dentro das organizações e entre organizações, em termos dos recursos críticos necessários para a sua sobrevivência e funcionamento.

Como uma teoria de sistemas abertos, o argumento da dependência de recursos sugere que uma determinada organização sempre dependerá de outras organizações ou entidades que controlam os recursos ambientais, determinantes para a sua atividade operacional e sobre os quais tem um controlo limitado.

¹⁶ *Common law* (Direito comum): é o direito que se desenvolveu em certos países por meio das decisões dos tribunais, e não mediante atos legislativos ou executivos. (*Wikipedia*)

¹⁷ *Civil law* ou sistema romano-germânico é o sistema jurídico mais disseminado no mundo, baseado no direito romano, tal como interpretado pelos historiadores a partir do século XI e sistematizado pelo código do direito, a partir do século XVIII. Diferencia-se dos outros direitos pelo valor individual e característica psicológica baseada num sentimento de independência pessoal unida ao culto de valentia e à força. O direito germânico reflete o carácter dos povos manifestando as mais fracas tendências individualistas e subjetivas. Consideravam o direito sobretudo como um poder pertencente ao indivíduo, à família e à tribo. (*Wikipedia*)

Esta dependência cria, dentro das organizações, restrições ao controlo orçamental de efeitos negativos e de diferente intensidade, responsáveis pela criação de relações assimétricas de troca e de poder.

Numa tentativa de maximizar a autonomia organizacional, os líderes usam uma variedade de estratégias para gerir essas restrições e dependências externas, colocando a *Resource Dependence Theory* o foco nas seguintes:

- Recursos;
- Fluxo ou intercâmbio de recursos entre as organizações;
- Dependências e diferenças de poder criadas em resultado da troca desigual de recursos;
- Efeitos negativos da dependência sobre a ação organizacional;
- Esforço dos líderes das organizações para gerir a dependência.

A *Resource Dependence Theory*, com a ênfase na troca de recursos e na dependência de recursos, representa um modelo de economia política do comportamento organizacional dentro das sociedades e no relacionamento entre elas (Johnson, 1995).

2.2.4 Stakeholders Theory

Freeman (1984) define *stakeholder* como um qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos da organização.

Para Friedman, *et al.* (2006) a própria organização deve ser pensada como um agrupamento de partes interessadas e o seu objetivo o de gerir os interesses, necessidades e pontos de vista de todos os envolvidos.

A *Stakeholders Theory* defende que as decisões da organização devem ser tomadas tendo em vista sempre o equilíbrio e a satisfação dos interesses de todos os envolvidos (os *stakeholders*). Os gestores devem gerir a organização no interesse dos *stakeholders*, garantindo os seus direitos e a participação na tomada de decisões, devendo a administração atuar como agente do acionista, garantindo a sobrevivência da empresa e a salvaguarda das participações de longo prazo de cada grupo.

A definição de *stakeholder* (*parte interessada*) tem sido pouco clara e muito contestada na literatura, devido à finalidade, ao carácter da organização e ao papel dos gestores terem mudado ao longo dos anos.

Até mesmo o autor do conceito mudou a sua definição ao longo do tempo. Numa das suas últimas lições, Freeman (2004) define as *partes interessadas* como aqueles grupos que são vitais para a sobrevivência da empresa.

Freeman (2004) acrescenta um novo princípio, que traduz uma nova tendência na *Stakeholders Theory*. Neste princípio, considera a perspectiva dos *stakeholders* e as suas atividades também como componentes interessantes, a serem consideradas na gestão das empresas.

Freeman (2004) considera ainda que *o princípio do recurso dos stakeholders contra os diretores pelo não cumprimento do exigido dever de cuidado pode-se traduzir numa ação contra eles*.

Roberts e Mahoney (2004) examinaram 125 relatórios contabilísticos que utilizaram o termo *stakeholders* e descobriram que quase 65 por cento usaram o termo sem referência a qualquer versão da *Stakeholders Theory*. O que ressalta à vista é que usam o mesmo termo para destacar conceitos muito diferentes, o que pode ter grandes consequências éticas, políticas e estratégicas nas conclusões dos relatórios.

No livro de Freeman (1984) refere-se à definição mais antiga de *stakeholder* como sendo atribuída a um memorando interno do *Stanford Research Institute* (SRI), de 1963, definindo *stakeholders* como *aqueles grupos que sem o seu apoio a organização deixará de existir*.

Mais tarde, Freeman (2004) introduziu uma maior precisão no conceito: *os grupos que são vitais para a sobrevivência e o sucesso da organização*.

No entanto, ironicamente, nos meios académicos continuou a prevalecer a definição de 1984 de R. Edward Freeman, em que este sustenta os *stakeholders* como um *qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pela realização dos objetivos da organização*.

Na literatura, a grande maioria das definições partilham este conceito. Para Friedman (2006) esta definição é mais equilibrada e muito mais ampla que a definição do SRI. Todavia a frase *pode afetar ou é afetado* parece incluir grupos e indivíduos que podem ser considerados partes interessadas de uma organização sem, todavia, a empresa os considerar como tal.

Quem são então os *stakeholders*? Uma forma muito frequente para se distinguir os diferentes tipos de partes interessadas é considerar os grupos de pessoas que tenham relacionamentos classificáveis com a organização (Friedman, 2006). Significa que há uma relação clara entre as definições do que são partes interessadas e identificação de quem são as partes interessadas. Os principais grupos de partes interessadas são: clientes; funcionários;

comunidades locais; fornecedores e distribuidores; acionistas; os media; o público em geral; parceiros de negócios, gerações futuras, gerações passadas (fundadores de organizações); académicos, concorrentes, ONG's ou ativistas; representantes das partes interessadas, tais como sindicatos ou associações comerciais de fornecedores ou distribuidores, financiadores que não sejam acionistas (instituições financeiras e de crédito, credores); concorrentes; e Governo, reguladores, formuladores de políticas

Os gestores são tratados de maneira diferente na literatura. Alguns consideram-nos como parte interessada, outros incorporam-nos no grupo dos acionistas como responsabilidades da organização. Uma visão interessante dos gestores veio de Aoki (1984), que viu os gestores como *árbitros entre investidores e empregados*.

Alguns autores consideram a teoria dos *stakeholders* uma doutrina que, na realidade, prejudica a empresa e o seu desempenho a longo prazo. Além da falta de objetivos concretos e da dificuldade de identificar os *stakeholders* mais importantes para a empresa, a negação dos direitos de propriedade, a falta de governação societária e a retórica utilizada por políticos, alguns investigadores e administradores em torno da discussão do tema, são alguns dos motivos e efeitos negativos responsáveis pela fragilidade desta teoria.

Por exemplo, Sternberg (1999) considera a teoria dos *stakeholders* incompatível com a definição de objetivos reais, já que o propósito da teoria de balancear benefícios para todos os lados envolvidos excluiria os objetivos que favorecessem determinados grupos em particular, ou seja, acabaria por contrariar a maximização do valor da empresa a longo prazo.

Sternberg (1999) também argumenta que a responsabilidade múltipla atribuída à empresa dificulta o estabelecimento de objetivos claros e de maior importância com uma orientação determinada, uma vez que cada grupo tende a estabelecer as suas prioridades e a definir os seus próprios objetivos, traduzindo diversos problemas estratégicos para a organização.

A teoria dos *stakeholders* distingue-se da teoria dos *shareholders* na medida em que esta se enraíza plenamente na primazia dos acionistas, sendo a criação de valor para estes o principal propósito de uma organização. A teoria dos *shareholders* é implementada sob a premissa de que a propriedade da empresa está dispersa por uma grande proporção de acionistas, pouco intervenientes, sendo o mercado de compra e venda de ações o mecanismo regulador para a maximização do valor da empresa e do lucro para o acionista.

Esta teoria é mais comumente aceite nas economias britânica e norte-americana, em que a estrutura de governo societário é normalmente formada por um único órgão, composto por uma maioria de administradores não executivos, procurando trazer independência da empresa

para o conselho de administração. Verifica-se nesta teoria uma separação mais clara entre a figura do CEO e do Chairman, tendo este um papel não executivo. A proporção de administradores não executivos no conselho de administração das grandes empresas varia entre 2/3 e 1/2 do total dos seus membros. (Gedajlovic & Shapiro, 1998 ; Johnson, G. *et al.*, 2007 ; Sicoli, 2013 ; Zeitoun, *et al.*, 2013)

2.3.O Corporate Governance em Portugal

Em Portugal, as estruturas de *Corporate Governance* que as sociedades anónimas podem adotar encontram-se previstas no Art.º 278º/1 do Código das Sociedades Comerciais, distinguindo-se três modelos: clássico/latino, dualista e anglo-saxónico. Mais concretamente, o modelo clássico/latino comporta um conselho de administração, um conselho fiscal e um ROC. O modelo dualista prevê a existência de um conselho de administração executivo (*managing board*) e de um conselho geral e de supervisão (*supervisory board*), a que se adiciona um ROC. O modelo anglo-saxónico, por sua vez, contempla um conselho de administração, uma comissão de auditoria (*audit committee*) e um ROC.

O panorama reconhecido neste ponto pela CMVM identifica o domínio do modelo latino entre as empresas cotadas na Euronext Lisbon no final de 2014, conforme a Figura 1.

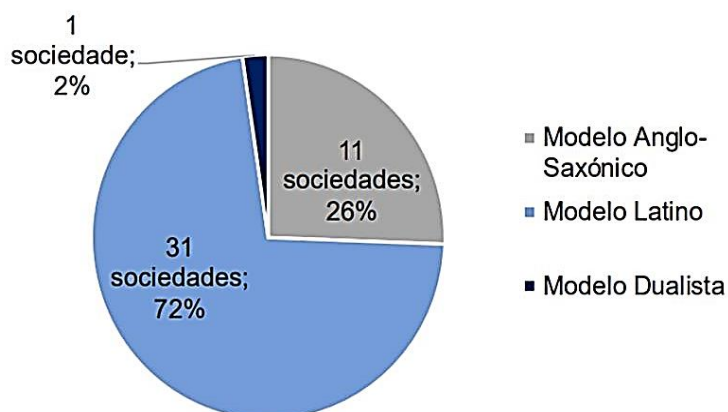


Figura 1 - Modelos de Governo das Empresas Cotadas

2.3.1 O Governo Societário do Código das Sociedades Comerciais

Sem uma preocupação excessiva de sistematização, destacam-se os seguintes princípios fundamentais de *Corporate Governance* estabelecidos no CSC:

1. O direito à informação, consagrado no art.º 21 n.º1 al. c) e no art.º 288 e seguintes do CSC. O exercício dos direitos dos acionistas depende do rigor e da transparência da informação;
2. Os modelos de estrutura de organização e fiscalização das sociedades. O legislador português, consagra no art.º 278 do CSC três modelos. O modelo monista ou clássico que compreende um conselho de administração e um conselho fiscal; o modelo anglo-saxónico composto pelo conselho de administração no qual é parte integrante uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas e, por último, o modelo germânico, composto por um conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas;
3. Os diversos direitos dos acionistas. Direito à informação, à participação nas assembleias gerais, o direito de eleger e destituir membros dos órgãos sociais e de participação nos lucros;
4. A vinculação dos administradores a um dever de cuidado e de lealdade e de diligência, nos termos do art.º 64 do CSC. O tema do dever de diligência dos administradores é central no *Corporate Governance*;
5. A responsabilidade dos administradores. As normas relativas à responsabilidade civil dos administradores, prevista no art.º 72 e seguintes do CSC. A gestão de uma administração implica um risco diferente do assumido pelo acionista. No decurso da sua função, o administrador pode, por ação ou omissão, praticar um ato que provoque um dano à sociedade e, por isso, ser obrigado a um ressarcimento de quem sofreu um dano (Ferreira, 2009).

2.3.2 O Governo Societário do Instituto Português de *Corporate Governance*

O Código de Governo das Sociedades, do Instituto Português de *Corporate Governance*, na edição de 2018 (versão eBook), afirma, no seu preâmbulo, que, apesar da aplicação do Código não se circunscrever a um conjunto determinado de sociedades, os seus destinatários naturais são as sociedades abertas, particularmente as emitentes de ações admitidas à

negociação em mercado regulamentado, obrigadas que estão a adotarem um código de governo das sociedades. O Código é de adesão voluntária e a sua observância assenta na regra *comply or explain*¹⁸.

Situando-se num plano muito distinto do legal, o Código assenta numa articulação sistemática com o regime jurídico do mercado de capitais e das sociedades comerciais, estabelecendo com a lei uma relação de complementaridade harmoniosa.

Sem assumir carácter injuntivo, o Código procura induzir nas sociedades práticas que se revelem conformes com as orientações que, no plano nacional e internacional, são reconhecidas como de bom governo. Neste sentido o Código constitui, por um lado, um complemento à ordem jurídica e, por outro, um guia de bom governo societário.

O código tem como princípio geral a defesa do governo societário no sentido de promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades.

O código encontra-se estruturado em sete capítulos:

- Capítulo I. Parte Geral, compreendendo a relação da sociedade com os investidores e a informação; a diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade; a relação entre os órgãos da sociedade; os conflitos de interesses; e as transações com partes relacionadas.
- Capítulo II. Acionistas e Assembleia Geral.
- Capítulo III. Administração Não Executiva e Fiscalização.
- Capítulo IV. Administração Executiva.
- Capítulo V. Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações, incluindo a avaliação anual de desempenho, as remunerações, a remuneração dos administradores e as nomeações.
- Capítulo VI. Gestão de Risco.
- Capítulo VII. Informação Financeira, compreendendo a informação financeira, a revisão legal de contas e a fiscalização.

Cada capítulo e itens do código englobam um princípio e um conjunto de recomendações que definem as bases éticas e as boas práticas no contexto do respetivo títuloⁱⁱ.

¹⁸ Ver Nota xii

2.3.3 O Governo Societário da CMVM

O Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013) foi revogado em 31 de dezembro de 2017, por via da entrada em vigor do Código do Instituto Português de *Corporate Governance* de 2018, na sequência da assinatura de um protocolo de entendimento entre a CMVM e o IPCGⁱⁱⁱ.

Este protocolo de entendimento estabelece que os princípios e recomendações do governo societário da CMVM se encerram no Código de Governo das Sociedades do IPCG.

2.3.4 O Governo Societário do Banco de Portugal

Para o Banco de Portugal, o governo societário inclui as pessoas, estruturas, sistemas, normas e procedimentos utilizados para assegurar a direção e o controlo de uma instituição e as instituições devem garantir, a nível individual e consolidado, que o seu governo societário se encontra dotado de estruturas de governo, estruturas de incentivos e pessoas que promovam uma gestão sã e prudente¹⁹.

O BdP considera ainda que as instituições podem optar entre os três modelos de governo previstos no Código das Sociedades Comerciais: clássico, germânico e anglo-saxónico e que é da responsabilidade das instituições serem capazes de justificar, do ponto de vista prudencial, em cada momento, o seu modelo de governo, bem como a eventual decisão de o substituir²⁰.

As instituições a que se refere o Banco de Portugal dizem respeito ao sistema financeiro português, Bancos, Sociedades Financeiras e outros organismos que operam no mercado sob a sua tutela.

Para o BdP qualquer modelo de governo adotado deverá incluir uma função deliberativa, uma função de administração e uma função de supervisão interna, competindo à instituição assegurar que os órgãos responsáveis por cada uma das funções de governo, e o modelo de governo como um todo, funcionem adequadamente, promovendo uma gestão sã e prudente^{iv}.

¹⁹ Banco de Portugal - Supervisão do governo societário e do sistema de controlo interno, 4/08/2018

²⁰ Idem

2.4. Modelos de *Corporate Governance*

A legislação portuguesa estabelece, no art.º 278 do Código das Sociedades Comerciais três modelos de governo das sociedades. O modelo monista ou clássico, o modelo anglo-saxónico e o modelo germânico.

2.4.1 O Modelo Monista (Clássico ou Latino)

Segundo o Código das Sociedades Comerciais, o modelo monista, clássico ou latino de *Corporate Governance* compreende a seguinte estrutura de administração e fiscalização:

- O Conselho de Administração ou administrador único (nos casos em que o art.º 390.º o admite);
- O Conselho Fiscal ou Fiscal Único - art.º 278.º/1, a) (quando exista conselho fiscal, nos termos do art.º 413.º, o ROC pode integrar o conselho fiscal ou ser autónomo em relação a este, sendo a segregação de funções obrigatória nos casos das sociedades anónimas de grandes dimensões e sociedades cotadas - art.º 413.º/2, a)).

Batista (2009) considera o modelo latino constituído por três órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho de Administração (incluindo membros executivos e não executivos) e o Conselho Fiscal, constituído por membros maioritariamente independentes. Os membros do conselho fiscal têm de possuir qualificações e experiência suficientes para o desempenho da função. Um membro é considerado independente quando não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação suscetível de afetar a sua isenção.

Para Crowther e Sefi (2011) o modelo latino baseia-se no contexto da família e da comunidade local, em membros da mesma família e não num superior hierárquico.

Neste modelo a organização fundamenta-se numa responsabilidade social contínua e forte, sendo a característica mais importante a unificação da gestão com a monitorização dentro do mesmo órgão (Batista, 2009).

A decisão final da composição dos órgãos do controlo e gestão é feita em assembleia-geral pelos acionistas, tendo, no entanto, a Assembleia Geral o poder de remover a qualquer momento os membros do Conselho de Administração.

Silva *et al.* (2006) referem que a aprovação das contas para submissão à assembleia de acionistas é da responsabilidade do Conselho de Administração, o qual reserva também para si a aprovação da política estratégica e algumas das decisões mais importantes no que respeita à sua concretização.

Deste modo, o modelo latino, considerando a existência da Comissão Executiva, acaba por recriar uma dupla instância de tomada de decisões e por criar condições para que a instância superior, o Conselho de Administração, supervisione e controle a instância inferior, a comissão executiva.

Batista (2009) considera que este modelo não é aconselhado para sistemas com grupos de acionistas fortes e controladores, pois pode conduzir a problemas de agência elevados entre os acionistas. Na Figura 2 observa-se a estrutura do modelo latino.

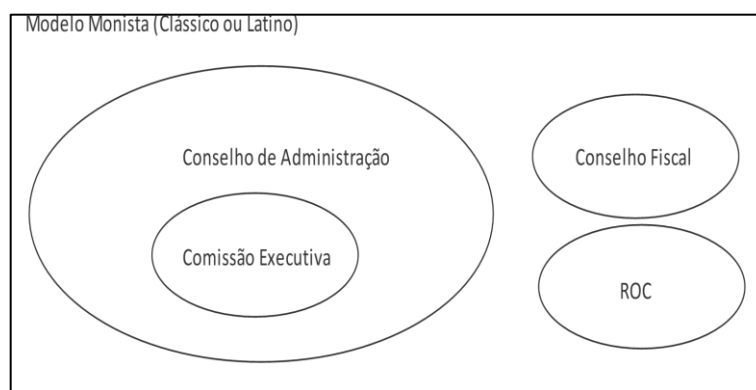


Figura 2 – Modelo Monista (Adaptado: Batista 2009)

2.4.2 Modelo Anglo-Saxónico

No Código das Sociedades Comerciais, o modelo anglo-saxónico inclui:

- O Conselho de Administração e, dentro deste,
 - A Comissão de Auditoria (composta por um mínimo de três administradores não executivos - art.º 423.º-b/2 do CSC);
- Um ROC (art.º 278.º/1, b) e art.ºs. 423.º-B e 423.º-H do CSC).

A fiscalização é endógena, a cargo dos membros do Conselho de Administração (membros da comissão de auditoria), os quais são simultaneamente administradores e fiscalizadores.

Para Crowther e Sefi (2011), o modelo Anglo-Saxónico é considerado o modelo predominante na maioria das empresas em todo o mundo.

Batista (2009) defende que o modelo anglo-saxónico é constituído por três órgãos: a Assembleia Geral, o Sistema Fiscal e o Conselho de Administração, este último incorporando uma Comissão de Auditoria e um Revisor Oficial de Contas. A fiscalização da atuação do conselho de administração é realizada pelo próprio órgão e não por nenhum órgão diferente.

A principal vantagem deste modelo reside no facto de a pessoa que fiscaliza deter um fácil acesso a toda a informação relevante. Os membros da Comissão de Auditoria não podem ser removidos por simples decisão da Assembleia Geral, sendo necessário reunir três condições: justa causa; resolução da Assembleia Geral; e aprovação pelo tribunal da resolução da Assembleia Geral.

Estes mecanismos foram criados para proteger a independência das pessoas que desempenham a função de controlo e conseguindo menos problemas de agência, dada a independência entre os órgãos de fiscalização e da gestão.

Na Figura 3 apresenta-se a estrutura do modelo anglo-saxónico.

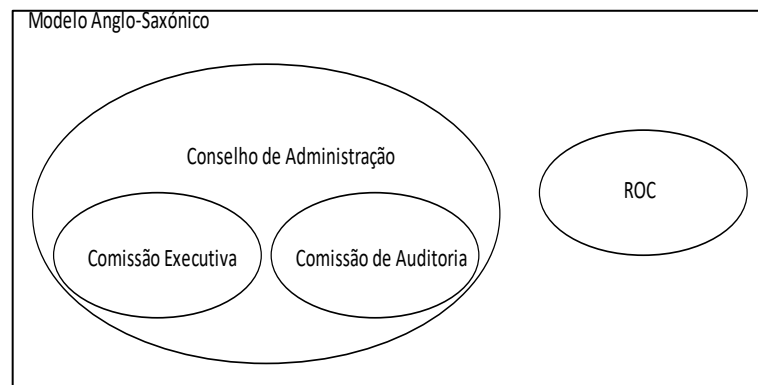


Figura 3 - Modelo Anglo-Saxónico (Adaptado: Batista 2009)

2.4.3 O Modelo Dualista (ou Germânico)

O modelo germânico compreende:

- O Conselho de Administração Executivo;
- O Conselho Geral e de Supervisão, o qual tem, essencialmente, poderes de fiscalização, mas também algumas competências de administração;

- Um ROC (art.º 278.º/1, c));
- As funções de administração estão divididas entre o Conselho de Administração Executivo e o Conselho Geral e de Supervisão (o qual, em certas matérias concorre com a Assembleia Geral).

Para Batista (2009), este modelo é constituído por quatro órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho Geral, o Conselho Executivo e o ROC.

O Conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral que podem ser ou não acionistas. O Conselho Executivo é composto por membros eleitos pelo Conselho Geral ou pela Assembleia Geral.

Neste modelo existe uma maior separação entre a gestão e os detentores da empresa, porque os membros do Conselho Executivo podem não ser diretamente nomeados pela Assembleia Geral. O poder da Assembleia Geral é limitado a dois poderes, que são a alteração dos estatutos e a nomeação ou destituição dos membros do Conselho Geral de Supervisão.

Para Silva *et al.* (2006), a principal característica deste modelo é a limitação da participação dos acionistas na tomada de decisões para a empresa. O modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia entre a Assembleia Geral e os gestores executivos, a qual, além de outras funções, deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, consequentemente, dos acionistas a quem esses administradores reportem.

Silva *et al.* (2006) consideram ainda que, nas tarefas do Conselho Geral, se inclui a avaliação do desempenho dos membros da direção. Deste modo, os acionistas reúnem normalmente uma vez por ano para avaliar o trabalho do Conselho Geral e da Direção. A Figura 4 representa a estrutura do modelo dualista.

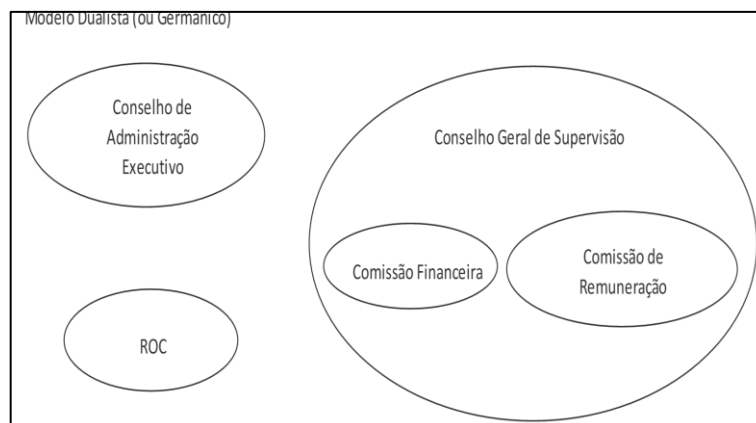


Figura 4 - Modelo Dualista (Adaptado: Batista 2009)

2.5. Limitações dos Modelos de *Corporate Governance*

Os escândalos financeiros que ocorreram na década passada, destacando-se os emblemáticos casos norte americanos da Enron, distribuidora de energia (eletricidade e gás natural) e comunicações; da WorldCom, a segunda maior distribuidora de telecomunicações; da canadiana Nortel Networks, grupo de tecnologias de informação, vieram incentivar o debate acerca da eficácia dos sistemas de *Corporate Governance*.

Segundo Silva *et al.* (2006), nos meados da primeira década do século XXI subsiste uma ampla necessidade de aprofundamento e melhoramento dos mecanismos de *Corporate Governance*, tanto no que respeita ao padrão anglo-saxónico, como no que diz respeito à Europa continental.

A dimensão dos escândalos financeiros trouxe para o domínio da opinião pública um debate que há muito se vinha fazendo, pelo menos nos meios académicos e nos órgãos de regulação e supervisão financeira, nomeadamente a falta de eficácia de alguns dos mecanismos de *Corporate Governance*, criando condições para os organismos de autoridade atuarem, nos diferentes países, no sentido de estabelecer institucionalmente códigos de boas práticas.

Silva *et al.* (2006) destacam e sistematizam as seguintes limitações evidenciadas, até então dos sistemas de *Corporate Governance*^v:

- (i) Mercado de controlo das empresas: O mercado de controlo das empresas tem uma relação fraca com a performance das empresas, operando mais intensamente por força do fator dimensão;
- (ii) Sistema remuneratório: Os mecanismos remuneratórios, usados ao longo da década de noventa, falharam em grande medida os seus objetivos;
- (iii) A auditoria, a divulgação de informação e o controlo externo pelo mercado de capitais: Os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações, não só terão falhado no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, como igualmente terão contribuído para a falência de outros mecanismos, como a qualidade da informação reportada e o controlo passivo exercido pelos analistas financeiros. Num contexto em que as cotações estão sobreavaliadas e os analistas financeiros estabelecem fasquias cada vez mais elevadas nas suas previsões de resultados, os gestores enfrentam duas opções: ou desapontam os analistas, reduzindo as expectativas quanto à capacidade da empresa gerar valor e sendo penalizados na

sua remuneração, ou alimentam falsas expectativas, recorrendo a gestão de resultados e a práticas contabilísticas pouco ortodoxas;

(iv) Independência dos administradores não executivos: O administrador não executivo deve ser independente de todos os outros administradores e gestores, de todos os acionistas da empresa e todos os outros interesses relevantes em torno da empresa: fornecedores, clientes, credores, trabalhadores, etc. Um administrador independente deve sentir-se livre de cumplicidades e deve sentir-se apenas comprometido com o cumprimento dos objetivos da empresa e com o tratamento equitativo de todos os acionistas. Além disso, os administradores independentes devem sentir-se livres da própria empresa, tendo condições e disponibilidade mental para em qualquer momento cessarem as suas funções. A independência é em última instância uma questão de sentimento, de integridade e de honestidade pessoal, razão pela qual não existe um perfil consensual para a figura do administrador independente.

(v) Influência dos acionistas: Os grandes acionistas, maioritários ou não, têm interesse em influenciar as decisões dos gestores de forma a obter melhor performance e têm mais poder para isso que os pequenos acionistas. Os investidores institucionais são investidores poderosos, pois detêm uma importante quantidade de ações cotadas em bolsa, desempenhando um papel importante na fiscalização e no controlo das empresas cotadas. Além disso, é suposto não terem interesses privados que colidam com os interesses dos demais acionistas, pelo que são muitas vezes vistos como acionistas com potencial capacidade para influenciar e controlar a equipa de gestão.

(vi) Regulação e supervisão: A regulação e a supervisão, só por si, não garantem automaticamente a gestão das empresas no interesse dos seus acionistas e que estes sejam tratados de forma equitativa. As autoridades de supervisão, tal como os pequenos acionistas e o público em geral, são vítimas de assimetria de informação, face às equipas de gestão e aos acionistas de controlo, apesar de poderem desempenhar um papel importante no sentido do esbater e minimizar os efeitos nefastos desta assimetria.

3. AS BOAS PRÁTICAS DO *CORPORATE GOVERNANCE*

Uma das primeiras definições de *Corporate Governance* pode ser encontrada no Código de Boas Práticas, publicado em dezembro de 1992 no Reino Unido, conhecido pelo Relatório *Cadbury* (alusão ao presidente da comissão que o elaborou), que afirma o governo das

sociedades como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, sendo os conselhos de administração responsáveis pelo governo das suas empresas. O papel dos acionistas no governo é nomear os administradores e os auditores e certificar de que é implementada uma estrutura apropriada para o governo da sociedade.

Este relatório passou a ser uma referência internacional e condicionou outros manuais que viriam a ser posteriormente publicados.

Silva *et al.* (2006) referem que neste relatório foram colocadas em evidência questões fundamentais, nomeadamente a estrutura do Conselho de Administração; a Comissão Executiva; a separação de funções do presidente do conselho de administração e do presidente da comissão executiva; a responsabilidade, independência e remuneração dos administradores; a importância dos administradores não executivos; a fiabilidade da informação financeira; o papel dos auditores externos; os direitos e deveres dos acionistas.

Deste relatório surge também a célebre expressão *comply or explain*²¹, referente à necessidade de as empresas adotarem o conjunto das boas práticas relatadas. Se o não fizerem, então que justifiquem as razões de tal opção.

Dez anos mais tarde, o Relatório *Higgs* tem um enfoque algo diferente, referindo que o governo das sociedades fornece uma arquitetura de responsabilização, servindo as estruturas e os processos para garantir que as empresas são geridas de acordo com os interesses dos seus proprietários (Higgs, 2003).

Uma visão mais extensiva do governo das sociedades é dada pelo Relatório da OCDE (2004)^{vi}.

Davis (2007), por outro lado, sugere que o governo das sociedades consiste numa estrutura de relações e correspondentes responsabilidades entre um grupo nuclear composto por acionistas, membros do conselho de administração e gestores, que está concebido para promover da melhor forma o desempenho competitivo necessário para alcançar os objetivos principais da sociedade.

Para o relatório australiano *ASX Council* (2007), estas recomendações não são prescrições. Devem antes ser consideradas como um guião concebido para produzir um resultado que seja eficaz, de elevada qualidade e de grande integridade.

²¹ Ver Nota xii

No fundo, o papel das recomendações consiste em apresentar um conjunto de boas práticas para otimizar o desempenho das empresas e da prestação de contas nos interesses dos acionistas e da economia em geral.

Com base no documento *Cadbury* seguiram-se outros códigos noutros países, sobretudo a partir de 1997, com a publicação das respetivas versões na Alemanha (Código *Cromme*, em 2002), na França (Código *Vienot* I e II, em 1995 e 1999, respetivamente) ou em Espanha (Código *Olivencia*, em 1998) (Weil & Manges, 2002).

Em Portugal, o Código de Governo das Sociedades (2018) consagra importantes princípios e recomendações de boa governação a ser seguido pelas instituições^{vii}.

3.1 Os Acionistas

Os acionistas, na qualidade de investidores e detentores de uma quota-parte do capital de uma empresa, têm um papel determinante no desempenho da atividade empresarial, na progressão dos mecanismos de afirmação, inserção social e criação de valor.

Uma das formas mais importantes para a maximização do valor de uma empresa assenta numa adequada estrutura de propriedade do capital. Se uma excessiva concentração pode ser negativa para o *Corporate Governance* da empresa, uma vez que dá aos maiores acionistas demasiados poderes discricionários no acesso e uso de recursos da empresa, havendo maior probabilidade de os utilizarem em benefício próprio, também as participações cruzadas podem ser prejudiciais, uma vez que, com menos capital, é possível elevar o nível de controlo da sociedade (Claessens *et al.*, 2000).

Por outro lado, a concentração da propriedade também pode ter alguns efeitos positivos. Por exemplo, em situações de grande dispersão do capital, o surgimento de um grande acionista pode ajudar a superar alguns problemas, nomeadamente colmatar a atuação livre dos gestores, implementando medidas de maior controlo, permitindo mais facilmente alinhar os interesses dos gestores com os da própria empresa.

A relação entre a concentração da propriedade e o desempenho da empresa nem sempre é fácil de conciliar. Um aumento excessivo na concentração de propriedade pode ter efeitos negativos ao reduzir o poder de atuação de outros acionistas, mas também, à medida que a concentração se aproxima dos 100%, pode haver créditos, dado que o incentivo de atuação do maior acionista tem apenas uma responsabilidade e uma linha de orientação visível.

Relativamente ao envolvimento dos acionistas com a sociedade e a assembleia geral, o Código do Governo das Sociedades (2018) estabelece os seguintes princípios:

- O adequado envolvimento dos acionistas no governo societário constitui um fator positivo de governo societário, enquanto instrumento para o funcionamento eficiente da sociedade e para a realização do fim social;
- A sociedade deve promover a participação pessoal dos acionistas nas reuniões da Assembleia Geral, enquanto espaço de comunicação dos acionistas com os órgãos e comissões societários e de reflexão sobre a sociedade;
- A sociedade deve ainda permitir a participação dos acionistas na Assembleia Geral por meios telemáticos, o voto por correspondência e, em particular, o voto eletrónico, salvo quando tal se mostre desproporcional tendo em conta, designadamente, os custos associados.

3.1.1 Investidores Institucionais

Um Investidor Institucional é uma instituição financeira, ou uma organização privada ou estatal com capacidade financeira e dimensão própria capaz de investir no mercado de capitais. São considerados investidores institucionais o Estado e outras instituições públicas, os bancos, as seguradoras, os fundos de investimento, os fundos de pensões e outras entidades que invistam no mercado de capitais, comprando e vendendo grandes quantidades de valores mobiliários.

Pelos grandes volumes de títulos que movimentam nos mercados financeiros, os investidores institucionais são considerados como os mais importantes agentes no mercado de capitais, atuando com uma perspetiva de longo prazo e muitas vezes assumindo riscos mais elevados, desde que as expectativas de retorno sejam elevadas²².

Os investidores institucionais são usualmente vistos como podendo desempenhar um papel importante na fiscalização e no controlo das empresas cotadas. Tratam-se de investidores globalmente poderosos, sofisticados e bem informados, que detêm uma importante fatia das ações cotadas em bolsa (Silva *et al.*, 2006). Deste modo, o perfil do investidor, a sua capacidade de investimento e de influência que detém no mercado definem o conceito de Investidor Institucional.

²² Enciclopédia Temática, <http://knoow.net/cienceconempr/financas/investidor-institucional/>

O Código de Valores Mobiliários²³ refere os Investidores Institucionais como *investidores qualificados*, classificando-os no Art. 30º do Capítulo V^{viii}.

Outras entidades também podem ser consideradas Investidores Institucionais, nomeadamente empresas de investimento em valores mobiliários, empresas de grande dimensão definidas pelo número de trabalhadores, valor do ativo e do volume de negócios e outras^{ix}.

Importa aqui reter que são as instituições financeiras, que concorrem entre si na captação de recursos e fazem a gestão de um enorme volume de dinheiro e o aplicam no mercado de capitais, que colocam em jogo importantes carteiras de títulos, devidamente diversificadas. Por isso, as eventuais carências de liquidez não são suficientemente graves para pôr em risco o equilíbrio das suas participações, podendo até, em períodos de fracas oportunidades de realização de mais-valias, não ter necessidade de alienar as respetivas participações, desempenhando um papel ativo nas sociedades em que participam.

Segundo Alves (2000), um dos problemas que se coloca ao nível da intervenção dos investidores institucionais no governo das sociedades tem a ver com a vocação desses investidores para essa intervenção ou, dito de outro modo, tem a ver com a possibilidade de conciliar o papel desses investidores, por um lado, enquanto acionistas (duradouramente) comprometidos com o futuro da sociedade e, por outro lado, enquanto investidores com obrigação de maximizar a rendibilidade dos seus investimentos em favor dos beneficiários finais dos fundos que administram.

Também a intervenção dos investidores institucionais no governo das sociedades se depara com obstáculos ou desincentivos de natureza legal a diversos níveis. Desde logo, a alguns investidores institucionais está legalmente vedada a possibilidade de adquirir posições numa determinada empresa acima de uma dada percentagem do respetivo capital. Por exemplo, em Portugal, as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário não podem, relativamente ao conjunto dos fundos de investimento que administram, deter mais do que 20 por cento dos direitos de voto numa sociedade ou que lhe permitam exercer uma influência significativa na gestão dessa sociedade²⁴ (Alves, 2000).

²³ Republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro e alterado pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho e pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de agosto.

²⁴ Conforme determina o número 1 do artigo 20º do Decreto-Lei n.º 276/94, de 2 de novembro, com a redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 323/99, de 13 de agosto.

3.1.2 Acionistas com controlo ou de referência

Quando os direitos de propriedade das sociedades apresentam uma estrutura de controlo com uma significativa dispersão, os gestores têm em mãos uma ampla possibilidade de decidir com um elevado grau de arbitrariedade, traduzindo-se no perigo de orientarem os mecanismos da gestão no sentido de interesses próprios ou de caírem em situações de ineficiência profissional, continuando, mesmo assim, impunemente, a desempenhar as suas funções.

Se, em vez de estruturas acionistas dispersas, tivermos estruturas concentradas nas mãos de famílias ou do Estado, este poder transfere-se para as famílias que controlam a sociedade, ou para a clientela política que gravita em torno do partido político que governa, pelo que o perigo para os demais acionistas não desaparece (Alves, 2000: p. 22).

No entanto, a autonomia da administração perante os acionistas de controlo, relativamente aos conflitos de interesse, está presente, por exemplo, no código das sociedades comerciais, no artigo 395 - *Negócios com a sociedade*, e no n.º 6 do artigo 410, em que refere expressamente que o administrador não pode votar sobre assuntos em que tenha, por conta própria ou de terceiros, um interesse em conflito com o da sociedade. Em caso de conflito, o administrador deve informar o presidente sobre ele.

Também o Código de Governo das Sociedades (2018) informa, no ponto iv.1, que o órgão de administração deve aprovar, através de regulamento interno ou mediante via equivalente, o regime de atuação dos executivos e do exercício por estes de funções executivas em entidades fora do grupo.

Por exemplo, em termos de conflitos de interesse, o desempenho de alguns investidores institucionais em certas formas de governo societário pode dar origem a certos conflitos.

Como os gestores, na qualidade de administradores duma empresa, são remunerados pelos resultados anuais, se esses gestores forem responsáveis pela gestão de um fundo de pensões, é fácil imaginar elevadas dificuldades de conciliar os interesses destes com os seus beneficiários acionistas do fundo. Os interesses dos beneficiários prendem-se com a maximização dos complementos de pensões. Deste modo existe uma forte probabilidade de conflito entre os gestores e os beneficiários, uma vez que aqueles gestores são normalmente avaliados pela performance da empresa e a valorização do fundo a curto prazo, contrariamente aos interesses dos beneficiários, mais interessados numa gestão que maximize os complementos de pensões a prazos mais dilatados.

Outro exemplo a considerar neste contexto de possíveis incompatibilidades, ao nível das sociedades gestoras de fundos, tem a ver com a estrutura de remunerações dos gestores, que pode também implicar conflitos de interesse. Se o nível de remunerações depender dos resultados anuais, ou dos *rankings* do fim do ano, podem ser fomentadas medidas que visem a gestão especulativa, privilegiando resultados imediatos de mais-valias espontâneas, em detrimento de estratégias de gestão sustentadas no médio e longo prazo, mais de acordo com os interesses dos beneficiários.

3.1.3 Acionistas Minoritários

Os acionistas sabem que cada ação de uma sociedade anónima confere ao seu titular uma fração proporcional da propriedade da empresa. Como proprietário, por menor que seja a sua participação, o acionista está na posição legítima de exigir da empresa as informações que reportem aos seus interesses.

Os acionistas têm todo o direito de estarem ao corrente da situação real da empresa, de como vem sendo administrada, de tomar conhecimento das principais linhas de direção e da forma pela qual vem atendendo às suas responsabilidades sociais. Perante o acionista, o administrador é responsável pela gestão da empresa, independentemente da quota-parte que aquele detém, incluindo a responsabilidade de cumprir com o direito à informação.

Nos princípios da OCDE refere-se que os investidores acionistas são detentores de direitos inerentes à titularidade de ações. Por exemplo, uma ação numa empresa com capital aberto ao público pode ser comprada, vendida ou transmitida. A titularidade de uma ação atribui também ao investidor o direito de participação nos lucros da sociedade, sendo a sua responsabilidade limitada ao montante investido. Este estatuto abrange ainda o direito a obter informação sobre a sociedade e o direito de a influenciar, basicamente através da participação em reuniões da assembleia geral e através do exercício do direito de voto (Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades 2004, pág. 33).

Uma das características diferenciadoras das teorias da estrutura societária de *Corporate Governance* tem a ver com a dispersão acionista. A separação entre a propriedade da empresa e a gestão está diretamente relacionada com uma estrutura acionista mais ou menos concentrada. Quando uma empresa está concentrada nas mãos de poucos acionistas de referência, esses acionistas têm maior incentivo e interesse em monitorizar a gestão ou tomar em mãos os mecanismos de controlo efetivo da empresa.

Nas sociedades com o capital disperso, a participação de cada acionista pode ser demasiado pequena para compensar o custo de agir ou investir na fiscalização do desempenho da empresa. Acresce que, se os pequenos acionistas investissem recursos nessas atividades, outros lucrariam com esse facto sem ter dado o respetivo contributo (Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades 2004, pág. 40).

Por outro lado, considerando os custos associados ao controlo desta gestão, os acionistas minoritários têm aqui uma oportunidade *free-ride* de ir à boleia e aproveitar os esforços de monitorização dos acionistas maioritários, pese embora os interesses dos acionistas maioritários possam não estar alinhados com os interesses dos acionistas minoritários, existindo então uma forte probabilidade de conduzir a custos de agência entre ambos.

A razão subjacente à distinção entre administrador e acionista, supondo que ambos sejam proprietários, incide fundamentalmente na questão de quem exerce os poderes.

O corpo acionista duma sociedade é constituído por indivíduos e por instituições cujos interesses, objetivos, horizontes temporais de investimento e capacidades variam. Os gestores devem estar preparados para tomar decisões rapidamente, face às realidades complexas da gestão empresarial, aos mercados que evoluem rapidamente e aos contextos sociais, económicos e políticos em permanente mutação. Numa conjuntura em permanente transformação não se espera que os acionistas assumam responsabilidades pela gestão das atividades da sociedade.

A responsabilidade pela estratégia e pelas operações da sociedade é habitualmente colocada nas mãos do órgão de administração e de uma equipa de gestores que é selecionada, motivada e, quando necessário, substituída pelo órgão de administração (Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades 2004, pág. 33).

No exercício da atividade da empresa um administrador tem mais poder do que um acionista. Nas sociedades anónimas os administradores constituem uma fração restrita que desfruta de uma grande concentração de poder, contrariamente aos acionistas, um público mais vasto, que geralmente usufrui de poderes mais diluídos. De certo modo o administrador pode ser comparado ao “dono da empresa”, distinguindo-o dos acionistas, que participam simplesmente de maneira distante dos poderes de comando e decisão.

3.2 O Conselho de Administração

Segundo o Código de Governo das Sociedades (2018), o Conselho de Administração é o órgão de administração nas sociedades que adotem o modelo clássico ou anglo-saxónico. Nas sociedades que tomem o modelo germânico, o órgão de administração é o Conselho de Administração Executivo.

Nos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades, o órgão de administração deve ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente sobre os negócios da sociedade, deve aplicar elevados padrões éticos e ter em conta os interesses de outros sujeitos com interesses relevantes.

O Código das Sociedades Comerciais enquadra o Conselho de Administração no órgão de estrutura da administração e fiscalização (Artº. 278º), conjuntamente com o conselho fiscal ou, alternativamente, com uma comissão de auditoria e revisor oficial de contas.

Compete ao Conselho de Administração assegurar que as decisões sejam no sentido da concretização dos objetivos da sociedade, não devendo delegar medidas fundamentais de organização, de estrutura da empresa ou decisões de inegável relevância. O Conselho de Administração deve saber delegar a gestão corrente da sociedade (CMVM, 2013).

Deste modo, o Conselho de Administração é entendido como o primeiro instrumento estratégico da empresa através do qual os acionistas influenciam o comportamento dos gestores, garantindo uma gestão cuidada e de acordo com os seus interesses.

3.2.1 Composição, dimensão, diversidade e independência

Nas recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, destaca-se que o órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efetiva em relação à gestão da sociedade e aos seus responsáveis. É importante que o órgão de administração exerça um controlo efetivo na orientação da vida societária, reservando para si as decisões referentes às matérias relevantes.

O órgão de administração deve incluir pelo menos um membro não associado a grupos específicos de interesses, comumente designado como independente, de forma que, na gestão da sociedade, sejam consideradas todas as ideias de interesse comum presentes na sociedade.

Nos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades está inscrito que a estrutura e os procedimentos do órgão de administração variam entre os Estados Membros da OCDE. Alguns países possuem sistemas de administrações dualistas, que atribuem as funções de supervisão e de gestão a dois órgãos diferentes. Estes sistemas têm habitualmente um “órgão de supervisão” (conselho geral), composto por membros não executivos do órgão de administração, e um “órgão de gestão” (direção), composto integralmente por administradores executivos. Outros países possuem um sistema de administração “monista”, em que o órgão de administração é composto, simultaneamente, por membros executivos e não executivos. Em alguns países, existe também um órgão adicionalmente exigido por lei para fins de auditoria.

Em Portugal, segundo o relatório da CMVM (2014), as empresas do PSI-20, no que diz respeito às estruturas da administração e da fiscalização das sociedades, conferem como dominante o modelo Latino (adotado por 31 sociedades), seguido do modelo Anglo-Saxónico (11 sociedades), tendo duas sociedades alterado o seu modelo governativo de Latino para Anglo-Saxónico em 2014. O modelo de governo Dualista apenas era adotado num caso.

Relativamente ao exercício de independência governativa sobre os negócios da sociedade, os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades referem expressamente que os órgãos de administração devem ponderar a possibilidade de designarem um número suficiente de membros não executivos do órgão de administração capazes de exercer um juízo independente para a execução de tarefas suscetíveis de serem afetadas por um conflito de interesses. São exemplos de responsabilidades fundamentais garantir a integridade dos relatórios financeiros e não financeiros, a análise de transações com partes relacionadas, a nomeação de membros do órgão de administração e dos principais executivos, e a remuneração dos membros do órgão de administração.

3.2.2 Presidente do Conselho de Administração/Presidente Executivo (CEO)

Dentro de qualquer modelo de *Corporate Governance*, compete ao Conselho de Administração de uma sociedade e ao seu presidente executivo assumir um papel fundamental no que diz respeito ao acompanhamento e liderança das decisões estratégicas e, consequentemente, a máxima responsabilidade pelo sucesso ou insucesso da sua organização, medido tanto na perspetiva do acionista como na perspetiva mais ampla do *stakeholder*. (Besanko *et al.*, 2013; Johnson, G. *et al.*, 2007).

Segundo o plano normativo do Código de Governo das Sociedades (2010) o contrato de sociedade pode autorizar o conselho de administração a delegar num ou mais administradores ou numa comissão executiva a gestão corrente da sociedade, com exceção dos poderes de:

- i. escolha do presidente (se esta não competir à assembleia geral);
- ii. cooptação de administradores;
- iii. pedido de convocação de assembleias gerais;
- iv. relatórios e contas anuais;
- v. prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade;
- vi. mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade;
- vii. projetos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade (Artigos 406.º e 407.º do CSC).

No mesmo plano normativo recomenda-se ainda que o presidente da comissão executiva deve assegurar que seja prestada toda a informação aos demais membros do conselho de administração relativamente à atividade e às deliberações da comissão executiva; e assegurar o cumprimento dos limites da delegação, da estratégia da sociedade e dos deveres de colaboração perante o presidente do conselho de administração.

3.2.3 Incentivos e remuneração executiva

Um importante contributo para o alinhamento dos interesses dos administradores com os acionistas consiste numa equilibrada estrutura de remuneração dos gestores. Um princípio essencial indica que a remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve assentar no desempenho real dos administradores e evitar a excessiva assunção de riscos (CMVM, 2013).

Esta compensação remuneratória pode estar ligada à valorização dos preços das ações e a medidas de desempenho assentes em indicadores contabilísticos (Bai *et al.*, 2004).

Embora a maioria dos estudos empíricos apresentem limitações devido ao acesso a dados fiáveis, os resultados de trabalhos efetuados sugerem que existe uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o seu desempenho nos EUA, Japão e Alemanha (Bai *et al.*, 2004).

Para a CMVM (2013), os incentivos e a remuneração executiva devem ser compostos por uma componente variável e uma fixa. A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa, sendo importante estabelecer limites máximos para ambas as componentes. Uma parte significativa da remuneração variável deve ser deferida por um período superior a três anos, ficando o seu recebimento dependente do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.

Segundo o Código das Sociedades Comerciais (Artº. 399º), compete à Assembleia Geral dos Acionistas ou a uma comissão de acionistas por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade. A remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros do exercício, mas a percentagem global destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade.

O Código esclarece ainda que esta remuneração variável não pode substituir a distribuição, aos acionistas, dos devidos dividendos de resultados.

Relativamente à remuneração dos membros dos órgãos sociais, o relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas da CMVM (2014) refere que todas as sociedades cotadas (exceto uma) apresentavam uma comissão de remunerações, ou outro órgão equiparado, com o objetivo de definir as remunerações do Órgão de Administração sendo, na maioria dos casos, este órgão composto por três elementos.

O relatório afirma ainda que a remuneração variável anual concedida através de sistemas de bónus, prémios e participação nos resultados das empresas é uma prática comum em 90,7% das sociedades e que nos últimos anos se acentuou a tendência para as empresas diferirem parte da remuneração variável.

Estes esquemas de diferimentos remuneratórios têm como objetivo principal associar a remuneração dos membros executivos do Órgão de Administração à sustentabilidade de longo prazo dos resultados das empresas.

Relativamente ao montante de distribuição pecuniária, o mesmo relatório refere que as remunerações pagas aos membros dos Órgãos de Administração, no âmbito do perímetro de consolidação das sociedades cotadas (isto é, sociedade-mãe e subsidiárias) atingiram 100,569 milhões de Euros, valor que compara com 105,160 milhões de Euros em 2013. Daquele montante, 66,706 milhões de Euros foram atribuídos a administradores executivos e o remanescente foi atribuído a administradores não-executivos.

Apesar do peso das remunerações fixas ser superior entre os administradores não-executivos independentes, em algumas sociedades verifica-se o pagamento de remunerações variáveis a membros não-executivos do Órgão de Administração (idem Relatório CMVM, 2014). Mesmo que algumas situações tenham sido explicadas pelo facto de membros não-executivos terem exercido anteriormente funções executivas, razão pela qual auferiram remunerações variáveis diferidas em 2014, esta explicação não se aplica a todos os casos, pelo que algumas sociedades não estão a adotar a recomendação V.3.5 do Código de Governo das Sociedades e da CMVM, que desaconselha a atribuição de componentes remuneratórias cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor a membros não executivos do órgão de administração e a membros do órgão de fiscalização.

O Código de Governo das Sociedades (2018) recomenda no ponto V.2.1 que a fixação das remunerações deve competir a uma comissão (de remunerações), cuja composição assegure a sua independência em face da administração, sem, no entanto, fazer qualquer especificação do conceito de “independência”. Não é, portanto, de estranhar que praticamente todas as sociedades analisadas no relatório da CMVM de 2014 tenham uma “Comissão de Remunerações”.

O conceito de independência fixado pela CMVM, para este efeito, consiste em que os membros da Comissão de Remunerações não sejam cônjuges, parentes ou afins em linha reta até ao 3.º grau de nenhum membro do Conselho de Administração²⁵, deixando obviamente em aberto qualquer outro tipo de relação com posições recíprocas de interesse.

3.3 Controlo e Auditoria de Procedimentos Desconformes

O IIA (*The Institute of Internal Auditors*), organismo internacional com sede mundial em Lake Mary, Flórida, Estados Unidos, fundado em 1941, tem como principal missão fornecer “liderança dinâmica” para a profissão global de auditoria interna, incluindo:

- A defesa e a promoção dos valores que os profissionais de auditoria interna agregam nas suas organizações;
- Proporcionar oportunidades abrangentes de educação e desenvolvimento profissional, normas e outras orientações práticas profissionais e programas de certificação;

²⁵ Livro Branco Sobre *Corporate Governance* em Portugal - Práticas de governo das principais empresas, 2006

- Pesquisar, disseminar e promover aos profissionais e interessados o conhecimento sobre auditoria interna e o seu papel apropriado no controle, gestão de riscos e governança;
- Educar os profissionais e outros públicos relevantes sobre as melhores práticas de auditoria interna;
- Reunir auditores internos de todos os países para compartilhar informações e experiências.

O IIA ajuda as organizações a alcançar os seus objetivos através de uma abordagem sistemática e disciplinada na avaliação e melhoria da eficácia dos processos de gestão de risco, de controlo e de governação.

O CIA (*Certified Internal Auditor*) é a principal designação profissional oferecida pelo IIA. A designação CIA é uma certificação globalmente reconhecida para auditores internos e é um padrão pelo qual os indivíduos podem demonstrar a sua competência e profissionalismo no campo da auditoria interna²⁶.

Em Portugal, o IIA está representado pelo IPAI (Instituto Português de Auditoria Interna), associação profissional sem fins lucrativos, que define auditoria interna como uma atividade independente, de garantia e de consultoria, destinada a acrescentar valor e a melhorar as operações de uma organização.

A auditoria interna é assim definida como uma atividade independente, de garantia e de consultoria, destinada a acrescentar valor, a melhorar a operacionalidade das organizações e a ajudar a alcançar os seus objetivos, através de uma abordagem sistemática e disciplinada, na avaliação e melhoria da eficácia dos processos de gestão de risco, de controlo e de governação.

O IIA defende que a atividade de auditoria interna deve auxiliar a organização a manter os controlos efetivos através da avaliação do seu desempenho, promovendo a melhoria contínua dos mecanismos de acompanhamento e controlo preventivo, assumindo a auditoria uma função supervisora do controlo interno.

Todas as empresas cotadas em bolsa, na qualidade de emitentes de valores mobiliários, estão sujeitas a auditorias e à supervisão da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (Artº. 359º do CVM), que obedece em relação aos seguintes princípios: a) *Proteção dos*

²⁶ Wikipedia

investidores; b) Eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros; c) Controlo da informação; d) Prevenção do risco sistémico; e) Prevenção e repressão das atuações contrárias a lei ou a regulamento; f) Independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão (Artº. 358º do CVM).

Os processos de auditoria culminam num relatório escrito destinado a divulgar as conclusões resultantes do trabalho efetuado a todos os que necessitam da informação do auditor, nomeadamente, clientes, fornecedores, Estado, colaboradores, público em geral e demais partes interessadas.

3.3.1 Compra e Alienação de Ações Próprias

A figura jurídica de *ações próprias* está ligada à detenção de participações sociais de uma organização por ela própria, ou seja, uma sociedade é sócia de si mesma na proporção das ações próprias que seja detentora.

Trata-se de um mecanismo de estratégia empresarial com diferentes repercussões no seio da organização com uma cobertura legal restrita e cheia de limitações.

Segundo o Artº.317º do CSC, uma sociedade não pode adquirir e deter ações próprias representativas de mais de 10% do seu capital, salvo se outros preceitos legais ou o próprio contrato de sociedade o proibir totalmente.

No entanto, apesar desta restrição, o código prevê algumas exceções para se ultrapassar este limite de 10%, nomeadamente: a) se a aquisição resultar do cumprimento pela sociedade de disposições legais; b) se a aquisição visar a execução de uma deliberação de redução de capital; c) se for adquirido um património universal; d) se a aquisição for feita a título gratuito; e) se a aquisição for feita em processo executivo para cobrança de dívidas de terceiros; f) se a aquisição decorrer de um processo legal ou do contrato de sociedade (Artº. 317º, nº 3).

Mesmo assim, a sociedade não pode deter por mais de três anos o número de ações próprias superior ao limite de 10% estabelecido (Artº. 323º, nº1 do CSC).

A restrição imposta pela lei à aquisição de ações próprias é extensível a terceiros que participem neste mecanismo, nomeadamente facilitando o acesso ao crédito. É neste sentido que o CSC dispõe, no Artº. 322º, que uma sociedade não pode conceder empréstimos, ou por

qualquer forma fornecer fundos, ou prestar garantias para que um terceiro subscreva, ou por outro meio adquira, ações representativas do seu capital.

A operação de aquisição, detenção, alienação, extinção e anulação de ações próprias permite à sociedade atingir um número multifacetado de objetivos. Por exemplo, em causa poderá estar expressamente a redução do capital social; a obtenção de uma mais-valia (apenas no caso de a sociedade vender as ações por preço superior ao de aquisição); ou a criação de um mecanismo para facilitar as operações de fusão ou fusão-cisão, mediante a atribuição de ações próprias da sociedade incorporante aos sócios da incorporada, assim como nas operações de aquisição tendentes ao domínio total²⁷.

Do ponto de vista da técnica da análise económica e financeira e da consolidação contabilística, a detenção de ações próprias é, para todos os efeitos, considerada como uma redução do capital social, contanto para os rácios de solvabilidade (cobertura do passivo pelos capitais próprios) e de autonomia financeira (cobertura do ativo pelos capitais próprios).

O Código das Sociedades Comerciais regula o regime das ações próprias nos artigos 316º e seguintes, proibindo também, no artigo 487º do mesmo código, a aquisição de quotas e ações por uma sociedade que, direta ou indiretamente, a domine (com as três exceções lá indicadas).

O parecer da CMVM sobre participações cruzadas, nomeadamente a equiparação da Subscrição, Aquisição e Detenção de Ações de uma Sociedade Anónima por uma Sociedade dela dependente ao Regime das Ações Próprias refere expressamente que a aquisição de ações de uma sociedade por outra que por aquela é dominada é, de facto, uma aquisição de ações próprias. E, por isso, cria os mesmos problemas e é fonte dos mesmos perigos para a tutela do capital e do património sociais.

A CMVM, no mesmo parecer, cita Boesebeck, que, através de modelos matemáticos, demonstrou que, quando duas sociedades estão em participação recíproca, isso equivale à criação mútua e indireta de ações ou quotas próprias para cada uma das sociedades, cujo montante é igual ao produto resultante da multiplicação das percentagens das suas participações.

Para a CMVM, além do perigo para a integridade do património ou do capital, há a preocupação de evitar, através desta equiparação ao regime das ações próprias, que os administradores da sociedade dominante possam influenciar as relações de poder dentro da própria sociedade que administram.

²⁷ Conforme Artº. 97º n.º4, alínea. a), Artº. 98º, n.º 1, alínea e), Artº. 118º, n.º 1 alínea. c) e Artº. 199º do Código das Sociedades Comerciais

Macore (2018) destaca que uma empresa, quando adquire ações (quotas) próprias, não está efetivamente a investir, mas sim a «reduzir» o seu capital próprio, sem, todavia, implicar diminuição do capital pela via de alterações ao contrato da sociedade. As transações relativas à venda de ações (quotas) próprias não afetam, em caso algum, os resultados da sociedade, embora concorram para a formação do lucro tributável, constituindo as denominadas variações patrimoniais positivas e negativas.

Em termos de informação a prestar a terceiros é muito mais transparente indicar a quantia líquida do capital em poder dos sócios em vez de indicar a quantia bruta do mesmo e depois, no ativo, a parte do capital que foi adquirido pela empresa.

Rocha (2012) afirma que a aquisição de ações próprias é suscetível de ser utilizada para beneficiar especialmente os acionistas do grupo de controlo – afastando os sócios minoritários “incómodos” a quem são pagos preços acima do valor comercial e real das ações, ou permitindo a saída a tempo de sócios próximos da Administração.

Para este autor, as ações próprias comportam perigos vários para os credores sociais e para alguns sócios, na medida em que enfraquecem muitas vezes o património social. Saem bens da sociedade e esses bens não são devidamente compensados com a entrada das ações. As relações de poder na sociedade são alteradas pelas ações próprias na medida em que, se o direito de voto inerente a estas ações continuasse a poder ser exercido, os administradores poderiam exercê-lo em proveito próprio ou do grupo de controlo.

3.3.2 A Informação Privilegiada

A divulgação de informação privilegiada sobre importantes dados de empresas em sede de mercado bolsista, sem a devida comunicação pública, pode configurar um quadro jurídico de abuso e atropelo à lei, com consequências penais graves para os prevaricadores.

Como entidade reguladora e supervisora do mercado de capitais, a CMVM esclarece que os mercados de valores mobiliários vivem de informação que é essencial para as decisões dos investidores, das empresas e dos reguladores. Pela sua origem, natureza e função, uma parte dessa informação é, em certos momentos, reservada a um círculo limitado de pessoas, ficando mais tarde acessível ao público em geral. De igual modo, o seu conteúdo e a sua adesão à realidade podem também variar. O momento da divulgação e a qualidade da informação a

divulgar, entre outros aspetos, condicionam e influenciam as decisões dos agentes no mercado e têm reflexos significativos sobre os preços que se formam²⁸.

Esclarece ainda a CMVM que a lei portuguesa proíbe a transmissão e o uso indevidos dessa informação enquanto a mesma não for tornada pública. Antes disso, a sua utilização é restrita ou mesmo proibida. Desta forma, procura-se garantir o acesso à informação pela generalidade dos investidores em condições mínimas de igualdade, usando para o efeito como referente temporal o momento em que a informação é tornada pública. A transmissão ou utilização indevidas de informação privilegiada, antes da sua divulgação pública, podem pôr em causa o regular funcionamento do mercado, podem frustrar as operações em curso e podem gerar vantagens ilegítimas para alguns investidores em detrimento dos demais. Por isso, a lei considera que tais fatos constituem crime quando praticados por pessoas singulares de forma dolosa.

O conceito de *informação privilegiada* está expresso no n.º 3 do artigo 378.º do Código de Valores Mobiliários^x, acrescentando com mais pormenor que a informação privilegiada abrange os fatos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear no todo ou em parte, as suas decisões de investimento (artigo 248º, nº 2 do CVM).

O conceito legal de informação privilegiada exige quatro características fundamentais, nomeadamente que seja informação (1) *não pública* (quando não é acessível à generalidade dos investidores), (2) *específica* (quando diz respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou instrumentos financeiros), (3) *precisa* (que se está perante um facto ocorrido, existente ou razoavelmente previsível) e (4) *idónea para influenciar de maneira sensível o preço*, de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, caso fosse tornada pública (artº. 378.º, n.º 4, do CVM).

Ao proibir penalmente estes fatos, a lei pretende reforçar a confiança dos investidores no funcionamento dos mercados de valores mobiliários, regulando as condições de circulação da informação relevante ou a possibilidade de uso negocial da mesma²⁹.

²⁸ Abuso de Informação Privilegiada – Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais, CMVM, 2017

²⁹ Idem (nota anterior)

Deste modo, segundo o mesmo artigo do CVM, quem esteja na posse de informação privilegiada não pode transmitir essa informação fora do âmbito normal das suas funções, nem utilizar essa informação em proveito próprio. Concretamente, não pode com base nela negociar, aconselhar alguém a negociar, ordenar, para si ou para outrem, direta ou indiretamente, a subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários ou instrumentos financeiros.

A proibição penal de uso da informação privilegiada é válida, inclusivamente, quando as aquisições são realizadas por uma pessoa singular para a carteira do próprio emitente, como resulta expressamente da letra e do espírito do art.º 378.º, n.º 1 do CVM, tendo já sido confirmado pelos tribunais portugueses.

Mesmo antes da aplicação do CVM, o Código das Sociedades Comerciais previa a punibilidade do abuso de informação privilegiada nos artigos 449º e 450º, embora ainda sem uma moldura penal definida.

Em Portugal são inúmeros os casos levados a público de *insider trading* (abuso de informação privilegiada), sendo uma grande parte deles alvo de processos judiciais.

No entanto, a prova de situações que configurem *insider trading* é extremamente difícil. Além dos requisitos concretos que a lei exige para que determinado comportamento caia no âmbito do crime previsto pelo artigo 378º do CVM é igualmente exigido, no artigo 248º n.ºs 6 e 7, aquilo que a CMVM define como listas de *insiders*.

Nestas listas, é exigido aos emitentes e pessoas que atuem em seu nome, o dever de fazer constar e manter atualizada a identificação de trabalhadores, colaboradores e outras pessoas que tenham acesso a informação considerada privilegiada, conjuntamente com o motivo pelo qual as pessoas são inseridas na lista.

Esta listagem deve ser apresentada à CMVM sempre que a mesma o requeira, percebendo-se, desde logo, que as listas de *insiders* constituem um mecanismo preventivo, mas, ao mesmo tempo, também um meio de prova para eventuais incriminações futuras.

Tendo em conta o dever de informar as pessoas que se encontram listadas, a CMVM encara as listas como uma espécie de garantia para a salvaguarda dos próprios emitentes de valores mobiliários.

De acordo com a informação disponibilizada pela CMVM no seu sítio da Internet, como parte integrante do sistema de informação, dos casos conhecidos de *insider trading* que chegaram a

julgamento, vários viram as suas sentenças recorridas, sendo que algumas aguardam ainda decisão, em virtude da já aludida complexidade deste género de ilícitos.

O resultado final dos casos transitados em julgado tem-se traduzido em poucas condenações pela prática do crime de abuso de informação privilegiada³⁰. Curioso é que os muitos dos recursos pendentes se referem a sentenças absolutórias, apesar do Ministério Público pugnar pela condenação dos arguidos.

As penas a serem cumpridas pelos arguidos, definidas pelo Código de Valores Mobiliários, oscilam entre um mínimo de pena de multa até 10 dias e um máximo de 3 anos de prisão, com a possibilidade de aplicação de penas acessórias de inibição de funções em sociedades que operem no mercado de valores mobiliários.

O crime de abuso de informação privilegiada é punido com penas principais, penas acessórias e com consequências jurídicas especiais ao nível da perda das vantagens económicas do crime, concretamente:

- Pena de prisão até três anos ou com pena de multa (que pode ir de 10 dias a 360 dias de multa, nos termos do artº. 47.º do Código Penal), nos casos em que a informação privilegiada chegue ao conhecimento do agente em virtude de uma das circunstâncias descritas no n.º 1 do artigo 378.º do CVM;
- Pena de prisão até dois anos ou com pena de multa até 240 dias, no caso previsto no n.º 2 do artº. 378.º do CVM;
- Penas acessórias de (a) interdição temporária do exercício de profissão, atividade ou funções relacionadas com o crime cometido, por um prazo não superior a cinco anos, e (b) publicação da sentença condenatória a expensas do arguido (artº. 380.º do CVM);
- As vantagens económicas obtidas com o crime devem ser apreendidas e declaradas perdidas a favor da reparação dos lesados, do Estado e do sistema de indemnização dos investidores (artº. 380.º-A do CVM e 111.º e seguintes do Código Penal).

O Código das Sociedades Comerciais contempla ainda mecanismos especiais de reparação de danos (artº. 449.º) e procedimentos para a destituição judicial de titulares de órgãos sociais que utilizem informação privilegiada (artº. 450.º). O envolvimento em fatos desta natureza é ainda relevante para a aferição das condições concretas de idoneidade profissional sempre que a lei a exija.

³⁰ Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 23 de outubro de 2007, negociação de um lote de ações em OPA; Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 17 de fevereiro de 2016, caso Banco BPP; Acórdão do Tribunal Relação de Lisboa, 12/07/2016, Proc. Nº 10852/12.6TDLSB, caso *swaps* das ações da EDP detidos pelo BES

No entanto, embora se apresentem em número reduzido, estas decisões jurisprudenciais surgem como guias de comportamentos dissuasores para o mercado, e de mecanismos regulatórios para os tribunais.

A nível internacional, neste contexto de crime por abuso de informação privilegiada, um caso muito mediatizado foi o da norte-americana Martha Stewart, que resultou num acontecimento de responsabilização e penalização por *insider trading*.

Martha Stewart é uma das poucas especialistas em negócios que ainda pode reivindicar ampla popularidade após um escândalo muito badalado nos meios financeiros da altura.

Fundadora e ex-CEO da *Martha Stewart Living Omnimedia Inc.*, uma empresa com interesses em publicações, televisão, *merchandising*, comércio eletrónico e outras parcerias internacionais relacionadas. Ela foi, no início dos anos 2000, a dona de casa mais famosa da América, por se tornar no centro de manchetes e especulações sobre uma investigação federal de transações duvidosas da sua carteira negocial de títulos.

Martha Stewart foi acusada de *insider trading* depois de ter vendido quatro mil ações da ImClone um dia antes do preço das ações da empresa cair a pique. Embora as acusações de fraude de valores mobiliários tenham sido descartadas, Martha Stewart foi considerada culpada de quatro acusações de obstrução à justiça e de mentir aos investigadores, tendo sido condenada a cinco meses de prisão efetiva, cinco meses de prisão domiciliária e dois anos de liberdade condicional.

No entanto Martha Stewart soube tirar partido da imensa popularidade do seu caso na imprensa e, após a sua libertação, envolveu-se numa variedade de empreendimentos, incluindo revistas, um *reality show* de curta duração e patentes de marca vendidos em lojas de flores.

Apesar de ter sido impedida de exercer o cargo de diretora da empresa por cinco anos, Martha Stewart ainda controla grande parte da *Martha Stewart Living Omnimedia*, cerca de 90% das ações com direito a voto. Embora muitas vezes decorram anos até que os empresários recuperem a confiança após má conduta empresarial, Martha Stewart continua a ser um ícone admirado no mercado para uma boa parte dos observadores³¹.

No Brasil, mais recentemente, os irmãos Wesley e Joesley Batista, donos duma holding que controla a JBS, foram presos em setembro de 2017 sob acusação de *insider trading* e manipulação do mercado financeiro. Uma quantia elevada de dólares e ações da empresa foi

³¹ *Martha Stewart's Insider Trading Scandal*, Daniels Fund Ethics Initiative University of New Mexico, 2011, <http://danielsethics.mgt.unm.edu>

supostamente negociada no mercado pelos irmãos dias antes da delação premiada dos mesmos ter sido divulgada. O delito teve um efeito expressivo sobre o mercado, fazendo o dólar subir fortemente e as ações da empresa caírem. Com isso, os dois envolvidos tiveram um lucro expressivo com a operação, configurando uma prática de abuso de informação privilegiada³².

Também nos Estados Unidos, um funcionário do pós-doutoramento do MIT foi preso e acusado de *insider trading*. Fei Yan, de Cambridge, Massachusetts, foi acusado de roubo de títulos e de fraude eletrônica por, supostamente, ter usado informações do escritório de advocacia da sua mulher em Nova York para fazer transações de ações que renderam um lucro superior a 100.000 dólares.

As autoridades americanas, com base em investigações sobre pesquisas na internet de dicas sobre como cometer *insider trading* e de conversas com a sua mulher, acreditam que Yan criou uma conta de investimento em nome da sua mãe para beneficiar de informações da referida firma de advogados, obtendo importantes dados confidenciais e privilegiados sobre aquisições pendentes de compra de ações e liquidez antes de os detalhes serem tornados públicos.

As provas contra Yan incluem várias consultas de mecanismos de pesquisa feitas no seu PC sobre "como detetar comércio incomum" e "*insider trading* com conta internacional", bem como visitas a várias páginas da Web sobre o assunto, incluindo um intitulado "Quer cometer *insider trading*? Veja como não fazer isso."

Na posse de informações confidenciais de aquisição societária duma firma em que a sua mulher estava a trabalhar, Yan negociou essa informação repetidas vezes durante algum tempo e enfrenta agora três acusações de fraude: duas em valores mobiliários e uma em eletrônica. Cada uma delas tem sentenças máximas de 20 a 25 anos de prisão e pode resultar em multas até 5,5 milhões de dólares.

Curiosamente, a mulher de Yan, que não foi acusada, não consta da lista de arguidos na queixa³³.

³² <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/insider-trading/>

³³ https://www.theregister.co.uk/2017/07/14/insider_trading_charges/

3.3.3 Participação em Sociedades Abertas

A definição corrente de *sociedade aberta* encontra-se no artigo 13º do Código de Valores Mobiliários. Considera-se sociedade aberta uma sociedade anónima com o *capital aberto ao investimento público* e cuja qualificação depende da verificação de certos fatos taxativamente enumerados na lei.

- Para efeitos de ‘abertura’ de uma sociedade ao investimento público, é a seguinte noção de capital:
 - Capital efetivo, isto é, ações já emitidas;
 - Capital ‘potencial’, isto é, potencialmente indiciado através de valores mobiliários que dão direito a subscrever ou adquirir ações (ex. obrigações com direito de subscrição de ações; obrigações convertíveis em ações; ou *warrants* sobre ações com liquidação física).
- Consequências da qualificação de uma sociedade como sociedade aberta (segundo o CVM):
 - Sujeição à supervisão da CMVM (artº. 359º/1/c) e a um conjunto de deveres, nomeadamente de informação ao público, entre outros (artº. 236º ss), como o dever de transparência quanto aos titulares das suas participações qualificadas (artº. 16º), o dever da divulgação de acordos parassociais (artº. 17º), de sujeição a OPA obrigatória em certas circunstâncias (artº. 187º), conforme o regime especial de aquisição tendente ao domínio total (artº. 194º vs. CSC artº. 490º) e que também ajuda a demarcar o conceito de oferta pública (artº. 109º/3/a).

Outros atributos importantes de relevância jurídica na noção de sociedade aberta incluem-se na menção em atos externos da sociedade (CVM, artº. 14º); ou no princípio da igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários da mesma categoria que tenham sido emitidos pela sociedade aberta (artº. 15º) e dos destinatários de ofertas públicas sobre esses valores mobiliários (artº. 112º).

Também na delimitação da matéria a lecionar, o estudo das sociedades abertas limita-se aos aspetos que têm relevância no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários já que, enquanto sociedades, o seu estudo integra o Direito mais lato das Sociedades Comerciais.

O Código de Valores Mobiliários consagra os seguintes fatos que determinam a qualificação de uma sociedade aberta:

- Residência ou estabelecimento de pessoas em Portugal ou em mercados regulamentados situados ou a funcionar em Portugal;
- Constituição da sociedade através de oferta pública de subscrição;
- Emissão, através de oferta pública de subscrição, de ações ou de valores mobiliários que dão direito a subscrever ou adquirir ações (obrigações com direito de subscrição de ações, obrigações permutáveis em ações ou *warrants* sobre ações com liquidação física);
- Admissão à negociação em mercado regulamentado de ações ou outros de valores que dão direito à sua subscrição ou aquisição; realização de oferta pública de venda ou de troca em pelo menos 10% do capital social (podendo os estatutos sujeitar esse facto à aprovação da AG);
- Cisão de sociedade aberta ou a incorporação, por fusão, da totalidade ou parte do seu património, leva a que a sociedade resultante seja aberta³⁴;
- Conversão em ações de créditos sobre a insolvência.

Relativamente à obrigatoriedade de comunicação e divulgação de participações qualificadas (de 10%, 20%, 1/3, 1/2, 2/3 e 90% de direitos de votos em quaisquer sociedades abertas) o CVM consagra nos artigos 16º, 17º, 18º e 20º os deveres à entidade emitente, à CMVM e/ou ao público, definindo a relevância de uma participação qualificada, o fundamento da obrigatoriedade de participação e as percentagens de participações qualificadas que devem ser comunicadas (de 2% e 5% em sociedades abertas com ações ou outros valores mobiliários que atribuem o direito a subscrever ou adquirir ações que estejam admitidas em mercado regulamentado, podendo esta comunicação ser dispensada pela CMVM em casos previstos na lei).

Nestes artigos definem-se também os fatos geradores do dever de comunicar as participações qualificadas, nomeadamente:

- A ultrapassagem de uma participação qualificada para percentagem superior ao estabelecido por lei;
- A redução da participação qualificada para limites inferiores aos de qualquer das participações qualificadas.

A comunicação deve ser dirigida à CMVM, à sociedade participada, e à sociedade gestora do mercado onde os valores estão admitidos à negociação. À sociedade participada incumbe a

³⁴ Artigo 13º, nº1, alíneas a), b), c), d) e e) do Código de Valores Mobiliários.

divulgação ao público do facto comunicado. O conteúdo da comunicação de participação qualificada faz referência aos termos da imputação dos direitos de voto ao participante e identifica a cadeia de entidades a quem a participação é imputada.

Uma participação qualificada pode ser objeto de uma declaração de não transparência, efetuada pela CMVM nos termos do processo para o efeito instaurado, com a automática inibição dos direitos inerentes a essa participação. Se a participação qualificada não for devidamente comunicada, se houver fundadas dúvidas sobre os titulares da participação qualificada ou das diversas entidades a quem ela deva ser imputada (nomeadamente as jurisdições *offshore* ou outras jurisdições não transparentes), a CMVM reserva-se no direito de emitir uma declaração de não transparência³⁵.

3.3.4 Interesses a Descoberto Relevantes

Entende-se por *interesses a descoberto relevantes* a detenção a qualquer título, direta ou indiretamente, de qualquer interesse económico decorrente da obrigação de entrega futura ou de efeito económico equivalente que seja igual ou superior a 0,20% do capital social da sociedade emitente, independentemente da natureza desses interesses³⁶.

O *interesse a descoberto relevante* pode resultar, nomeadamente das seguintes situações:

- a) Alienação de ações de que o alienante não é titular, ou cuja titularidade resulte de empréstimo ou outro contrato de efeito económico equivalente;
- b) Transação de participações em fundos de gestão passiva que repliquem índices ou cabazes de ações;
- c) Transação de instrumentos financeiros derivados, negociados em mercado ou fora de mercado, designadamente contratos de *swap*, opções e futuros, mesmo que incidam sobre índices ou cabazes³⁷.

³⁵ Além do Código de Valores Mobiliários os deveres de informação das sociedades abertas encontram-se expressos no Regulamento da CMVM n.º 5/2008 (alterado pelo Regulamento da CMVM n.º 5/2010)

³⁶ Definição constante do Regulamento da CMVM n.º 4/2010 (entretanto revogado), *Deveres de informação de interesses a descoberto relevantes sobre ações*.

³⁷ Idem

Este documento da CMVM³⁸ foi revogado por imperativo de uma norma da União Europeia, o Regulamento (UE) n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de março de 2012.

Este Regulamento, que entrou em vigor no dia 1 de novembro de 2012, tem por objeto a regulamentação das vendas a descoberto de ações e dívida de emitentes soberanos, bem como contratos de permuta de risco de incumprimento (os *credit default swaps*) de emitentes soberanos.

A legislação europeia, à semelhança de regras de transparência que já existiam em alguns Estados-Membros (incluindo Portugal), vem impor deveres de informação quando uma pessoa (física ou jurídica) atinja determinada *posição curta*^{xi}, detendo instrumentos financeiros em percentagem do capital social de uma sociedade com ações admitidas à negociação.

No referido memorando da União Europeia 10/409 pode ler-se que a venda a descoberto pode ser usada pelos seguintes motivos:

- Para fins especulativos (por exemplo, para lucrar com o declínio esperado do preço de uma ação);
- Para cobrir uma posição longa (por exemplo, para limitar as perdas em ações comparáveis em que uma posição longa é detida);
- Para arbitragem (por exemplo, para lucrar com a diferença de preço entre duas ações diferentes, mas interrelacionadas);
- Para a criação de mercado (por exemplo, para atender à procura dos clientes por ações que não estão imediatamente disponíveis).

Apesar de poder haver ordens de vendas a descoberto assentes em análises económicas e financeiras previsionais, fundamentadas em estudos e documentos com informação fiável tornados públicos, uma grande parte das *short selling* configura um quadro efetivamente especulativo, em que os agentes dão ordens de venda baseadas em rumores de fontes duvidosas de que os preços das ações vão descer.

³⁸ Idem

3.3.5 Perdas de Qualidade de Sociedade Aberta, Aquisições e Alienações Potestativas

Segundo o artigo 27º do CVM, a perda de qualidade de sociedade aberta pode acontecer quando: a) um acionista passe a deter, em consequência de oferta pública de aquisição, mais de 90 % dos direitos de voto; b) a perda da referida qualidade seja deliberada em assembleia geral da sociedade por uma maioria não inferior a 90 % do capital social e em assembleias dos titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações por maioria não inferior a 90 % dos valores mobiliários em causa e c) tenha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público.

O efeito da perda de qualidade de sociedade aberta torna-se eficaz a partir da publicação da decisão favorável da CMVM.

A declaração de perda de qualidade de sociedade aberta implica a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição, ficando vedada a readmissão no prazo de um ano³⁹.

Por aquisição potestativa entende-se a aquisição das ações remanescentes por parte do acionista dominante independentemente da vontade do acionista minoritário vendedor.

Por alienação potestativa entende-se o direito correspondente conferido ao sócio minoritário de exercer o poder potestativo de alienar as suas participações sociais, forçando o sócio maioritário à respetiva aquisição.

O termo potestativo tem no dicionário *on line* Priberam a designação de adjetivo para alguém *que tem poder, que depende da vontade de uma das partes envolvidas*.

No seu sítio, na área do investidor, a CMVM esclarece que os direitos de aquisição e de alienação potestativas são, respetivamente, o direito de um acionista dominante adquirir as ações remanescentes, independentemente da manifestação de vontade dos acionistas minoritários e ao direito destes últimos venderem as suas ações a um acionista dominante.

As aquisições e alienações potestativas de participações sociais estão regulamentadas no CVM nos artigos 194º a 197º.

A legislação nacional prevê dois regimes de aquisição e de alienação potestativas, conforme se trate de sociedades abertas (os referidos artigos 194.º e seguintes do código dos valores

³⁹ Artº. 29º do CVM

mobiliários) ou de sociedades fechadas (artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais), aplicável em conformidade com os respetivos pressupostos de aplicação.

O CVM estabelece que os direitos de aquisição tendentes ao domínio total se constituem na sequência de uma Oferta Pública de Aquisição geral precedente e desde que se consiga ou ultrapasse 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

O Código das Sociedades Comerciais refere, no artigo 490.º, que quem disponha de quotas ou ações de, pelo menos, 90% do capital permite à sociedade dominante fazer uma oferta de aquisição para os detentores das ações remanescentes. Se a sociedade dominante não fizer oportunamente esta oferta, cada sócio minoritário pode exigir que aquela lhe faça oferta de aquisição.

O artigo 194.º, n.º 1 do CVM, precisa que um oferente pode, nos 3 meses seguintes ao apuramento dos resultados da OPA, adquirir as demais ações da sociedade aberta visada, desde que, cumulativamente:

- A OPA tenha sido geral;
- O oferente tenha atingido 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social;
- O oferente tenha alcançado 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

Este artigo do Código de Valores Mobiliários impõe um duplo requisito legal para a realização da aquisição potestativa subjacente ao lançamento da oferta pública de aquisição geral, nomeadamente o duplo critério percentual de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90% dos direitos de voto abrangidos pela OPA.

Atualmente, o duplo requisito legal, ou o duplo critério percentual, representa uma preocupação para as sociedades e os sócios, fundamentalmente pela exigência do requisito mais difícil de alcançar para o exercício da aquisição potestativa. Tal requisito pode condicionar o direito de alienação potestativa na medida em que se trata de direitos dependentes.

3.3.6 Divulgação da Informação e Prestação de Contas

Os artigos 244º e seguintes do Código de Valores Mobiliários definem um conjunto de regras gerais relativas à informação de valores mobiliários admitidos à negociação que deve ser prestada à autoridade reguladora e supervisora, nomeadamente:

- Os relatórios e contas anuais;

- A informação anual sobre o governo das sociedades;
- A informação semestral (demonstrações financeiras condensadas, relatório de gestão intercalar e declarações de cada uma das pessoas responsáveis do emitente);
- A informação trimestral e intercalar da administração (empresas cotadas que durante dois anos consecutivos ultrapassem um total do balanço de 100 000 000 de euros, total de vendas líquidas e outros proveitos de 150 000 000 de euros e um número de trabalhadores empregados em média durante o exercício de 150).

Quanto à informação relativa à aquisição e à alienação de ações próprias, os deveres de comunicação e divulgação dos emitentes de ações ou outros valores mobiliários que deem direito à sua subscrição, aquisição ou alienação, admitidos à negociação em mercado regulamentado devem comunicar à CMVM todas as aquisições e alienações desses valores mobiliários⁴⁰.

Esta comunicação deve conter, para cada transação, os seguintes elementos:

- a) Identificação da sociedade que tem o dever de comunicar;
- b) Identificação dos valores mobiliários adquiridos ou alienados;
- c) Data da realização da aquisição ou alienação;
- d) Mercado em que a operação teve lugar;
- e) Natureza do negócio;
- f) Quantidade de valores mobiliários negociados;
- g) Preço unitário das transações;
- h) Hora do negócio, se realizado em mercado;
- i) Quantidade de valores mobiliários próprios detidos⁴¹.

O Regulamento da CMVM n.º 5/2008, visa alargar algumas normas relativas aos deveres de informação a prestar pelos emitentes de valores mobiliários (até então apenas reservadas a emitentes admitidos à negociação em mercado regulamentado) às sociedades abertas não cotadas.

De entre as alterações visadas por este regulamento assumem particular relevo as relativas ao conteúdo da informação financeira trimestral e ao regime de comunicação e divulgação da aquisição e alienação de ações próprias e à divulgação das transações previstas no artigo

⁴⁰ Artigo 11º, n.º 1 do Regulamento CMVM n.º 5/2008, Comunicação e Divulgação

⁴¹ Artigo 13º do Regulamento CMVM n.º 5/2008, Conteúdo da Comunicação e Divulgação

248.º-B do Código dos Valores Mobiliários (transações de valores mobiliários entre pessoas relacionadas).

Outros mecanismos de controlo e auditoria de procedimentos desconformes, bem como as boas práticas de governação societária são destacados e remetidos para as notas anexas a este trabalho.

4. A GESTÃO EMPRESARIAL IRREGULAR, ASSIMÉTRICA E OPACA

A teoria da gestão financeira posiciona o gestor financeiro na linha da frente na responsabilidade pela criação de valor da empresa. Ao seu cargo está associada a função de planeamento, direção e coordenação das operações financeiras da empresa de curto, médio e longo prazo, assegurando os meios financeiros necessários para o desenvolvimento da atividade e a sua utilização racional a favor do plano de ação traçado superiormente pela estratégia global da organização.

Compete, portanto, ao gestor financeiro controlar, dirigir e fazer executar a política financeira da instituição, de acordo com as diretivas do conselho de administração ou da gerência da empresa.

O gestor financeiro tem como principais objetivos estratégicos otimizar a política de investimentos, obter os fundos necessários para a concretização das políticas da empresa e prevenir os riscos que eventualmente possam vir a surgir.

Para isso, realiza estudos de investimento, estabelece planos de investimento e financiamento e elabora o orçamento da empresa, estimando as suas receitas e despesas, com base no programa de atividades existente.

Controla também o comportamento económico da empresa, medindo e interpretando os desvios entre as previsões e os resultados e sugerindo medidas de correção. A elaboração de relatórios, a realização de transações financeiras e a autorização de pagamentos são algumas das suas tarefas operacionais.

A internacionalização, a globalização financeira, a integração dos mercados financeiros, a inovação e a sofisticação dos produtos são fatores a ter em consideração no dia-a-dia do

gestor financeiro. A gestão da informação é o essencial da sua tarefa, cabendo-lhe, fundamentalmente, os problemas de estratégia e política financeira (Silva, 2011).

A fonte de criação de valor não é a situação financeira, mas a sua capacidade para manter uma vantagem competitiva duradoura, baseada no trinómio tecnologia/mercado/produto. O equilíbrio financeiro é uma condição necessária, mas não suficiente, para a sobrevivência e desenvolvimento da empresa (Neves, 2007, p. 19).

Quais são então os fatores principais que confrontam a atividade do gestor financeiro no seu percurso para alcançar a criação de valor?

Nas sociedades anónimas de capital aberto a concentração acionista tem uma enorme relevância na política de separação de poderes entre os direitos de propriedade e a gestão.

Já foi anteriormente referido que quando uma empresa está concentrada nas mãos de poucos acionistas de referência, existe grande incentivo e uma forte tendência para que esses acionistas monitorizem de perto a gestão no sentido de aumentar a eficiência a seu favor.

Sempre que esta eficiência não estiver alinhada com os interesses dos acionistas minoritários estaremos, também como já referido, perante situações com custos de agência entre acionistas, o que releva a questão da importância do modelo de *Corporate Governance* adotado.

Nas situações em que a estrutura acionista é muito concentrada, o modelo Anglo-Saxónico é mais aconselhável porque existem órgãos de gestão e monitorização autónomos, menos permissivos a influências com impacto negativo no poder de decisão e na gestão.

Neste modelo, de acordo com Batista (2009), é mais fácil obter informação para o órgão fiscalizador (ROC), uma vez que, ao contrário do modelo latino, inclui uma Comissão de Auditoria no seio da administração responsável pelo reporte.

O Código das Sociedades Comerciais refere que os membros da comissão de auditoria devem estar presentes, enquanto administradores, nas reuniões de conselho de administração (art.º 423.º - G, n.º 1, b)) e devem reunir em separado seis vezes por ano (art.º 423.º - G, n.º 1, a))

Importa aqui destacar que os membros da Comissão de Auditoria só são dispensados das suas funções se reunirem três condições: justa causa, resolução da Assembleia Geral e aprovação dessa resolução pelo tribunal. Este mecanismo tem por base assegurar a proteção da independência das pessoas que desempenham a função de controlo relativamente aos órgãos de gestão (Batista, 2009:16).

A ação de supervisão e controlo, interno e externo, incide sobre os mecanismos de gestão global, consubstanciados nas diversas vertentes de atividade da organização, cruzada no domínio social, económico, fiscal, comercial, político, etc.

4.1 Variáveis Base na Informação das Empresas Cotadas

Quando estão em causa empresas cotadas em Bolsa, a divulgação da informação assume particular relevo, dada a maior exposição ao público, à maior atenção que incide sobre elas, à maior diversidade dos *stakeholders* envolvidos e às fortes expectativas dos acionistas e dos potenciais investidores em torno da ação empresarial.

O financiamento através do mercado de capitais implica necessariamente informação financeira clara, objetiva, precisa e fidedigna por parte destas empresas.

O relatório e contas das empresas é um documento oficial, com suporte legal e onde se incluem os reportes de gestão, do governo societário, as peças contabilísticas e as demonstrações financeiras da atividade anual, sendo, duma maneira geral considerado como um documento fiável, objetivo e aceite como o principal instrumento de ligação e de comunicação da organização com o mercado. Este relatório anual presta toda a informação da atividade da empresa, incluindo aspetos de natureza económica, financeira, mas também social e ambiental.

O que está em causa na importância da informação prestada ao mercado, em cada um dos níveis de natureza referidos, é um conjunto de indicadores que são fundamentais para avaliar o estado de desempenho da atividade das sociedades cotadas em cada sector de atividade, determinando as perspetivas de evolução futura dessas organizações e dos sectores onde se incluem, seja dos bens e serviços de consumo às telecomunicações, do sistema financeiro às indústrias transformadoras, ou dos materiais básicos à assistência médica (INE).

Os relatórios de gestão são assim o veículo de transporte de um vasto conjunto de informação empresarial que permite medir e comparar o desempenho e a sustentabilidade das organizações através de modelos de estudo e práticas de gestão geralmente aceites.

Pela sua relevância crescente, vários são os estudos efetuados que tentam identificar quais os agentes que melhor explicam os diferentes índices de divulgação da informação.

Por exemplo, segundo Neves (2011) os fatores mais usados para explicar a divulgação de informação das sociedades abertas nos relatórios anuais são a dimensão da empresa, a

rendibilidade, e o sector de atividade aos quais acrescentou o fator idade e o fator “cotada” ou seja, a presença das empresas no mercado bolsista.

A dimensão pode ser medida de várias formas diferentes, seja pelos ativos totais, pelo volume de negócios ou pelo número de empregados. As empresas de maior dimensão, seja por via da maior exposição ao mercado, seja por necessidade de mitigar os custos do recurso ao financiamento, têm maior incentivo em divulgar informação, obtendo benefícios diretos que de outra forma dificilmente conseguiriam.

Em relação à rendibilidade, avalia-se comparando os resultados do exercício com o ativo total, com os capitais próprios ou com o volume de negócios da empresa. A relação desta variável com a divulgação da informação não é linear, não parecendo existir correlação significativa entre uma e outra (Figueiredo *et al.* 2002). Se por um lado as empresas mais rentáveis têm maior interesse na divulgação da informação para evidenciarem os resultados e distinguirem-se dos seus concorrentes, para assim obterem maiores facilidades de crédito, também as menos rentáveis têm interesse em divulgar maior quantidade de informação para justificar o seu menor desempenho perante os credores e os restantes *stakeholders* em geral.

Também o sector de atividade tem uma forte influência na quantidade da informação divulgada ao mercado. Fatores de natureza fiscal, ambiental, política ou outra, inerentes a cada indústria, possuem poderosos *lobbies* de influência subjacentes à quantidade e qualidade da informação divulgada. Por exemplo, Guerreiro (2006), no seu estudo sobre fatores explicativos do nível de informação divulgada pelas empresas portuguesas cotadas, concluiu que o sector de atividade é um fator distintivo no nível de divulgação e que as empresas do sector financeiro divulgam mais informação que as empresas pertencentes aos outros sectores.

4.2 Os Últimos Anos do Mercado Bolsista em Portugal

No Estatuto dos Administradores Não Executivos de Sociedades Cotadas (II Congresso Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Abril 2018) lê-se que os desafios que se colocam aos Conselhos de Administração têm como objetivo permitir uma tomada de decisão eficiente e conforme ao interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos acionistas e ponderando os interesses das demais partes interessadas.

Sendo o Conselho de Administração um dos órgãos com mais relevância no seio de uma empresa, ele deve agir contra comportamentos anómalos da gestão, promovendo estratégias de redução de custos e facilidades de acesso ao capital externo.

Os administradores não executivos não exercem funções de gestão e por isso não vinculam a sociedade. No entanto, perante os conflitos de interesse que possam existir entre os gestores e os acionistas, os administradores não executivos devem intervir, assumindo fundamentalmente um papel de moderação e mitigação.

Os administradores não executivos têm a seu cargo diversas responsabilidades, como supervisionar a atividade da gestão, dar conselhos, exercer o direito de veto, ou mesmo, demitir o CEO (Weisbach, 1988).

Segundo o Estatuto dos Administradores Não Executivos de Sociedades Cotadas (2018), produzido pela AEM (Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado) por ocasião do II Congresso de Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, existem importantes críticas ao quadro legislativo atual, relativamente ao governo das sociedades, fundamentando-se em fortes argumentos de excesso de carga legislativa⁴².

Esta Associação responsabiliza o contexto regulatório pela atual situação de grande fragilidade da Bolsa de Valores, especificando a evolução negativa da capitalização bolsista que caiu de 132.239 milhões de dólares em 2007 para 57.197 milhões em 2016.

Outros números reveladores da decadência da Bolsa de Valores de Lisboa estão patentes no principal índice bolsista português, que tem permanecido numa situação de grande instabilidade, composto por apenas dezoito títulos, ou menos, por impossibilidade de se proceder à sua recomposição face à inexistência de empresas cotadas que cumpram os critérios mínimos de dimensão, dispersão de capital e liquidez, estabelecidos para o efeito⁴³.

Neste período a capitalização bolsista caiu de 132.239 milhões de dólares para 57.197 milhões de dólares (Figura 6).

⁴² *Obrigação de os sócios acionistas terem de encontrar administradores que não lhes sejam afetos para preencher órgãos que não seguem os seus interesses, subsistindo uma parcela cada vez menor de lugares disponíveis para os próprios acionistas e para aqueles que lhes são próximos; Crescente publicitação (intervenção legislativa em áreas do domínio privado) do direito das sociedades cotadas; Crescente intervenção e interferência do Estado na governação das sociedades cotadas; Ausência de justificação para o controlo existente e crescente sobre a respetiva atividade; Crescente dificuldade dos administradores não executivos na resposta às suas funções de definição estratégica, participação nas decisões e supervisão.*

⁴³ AEM 2018

No mesmo estatuto pode ainda ler-se que o volume de transações em bolsa caiu de 22.370,60 milhões de euros, de média mensal em 2007, para 1.663,0 milhões em 2016 e que o número de empresas cotadas caiu de 148 em 1997 para 45 em 2016 (citação do Banco Mundial) (Figura 7).

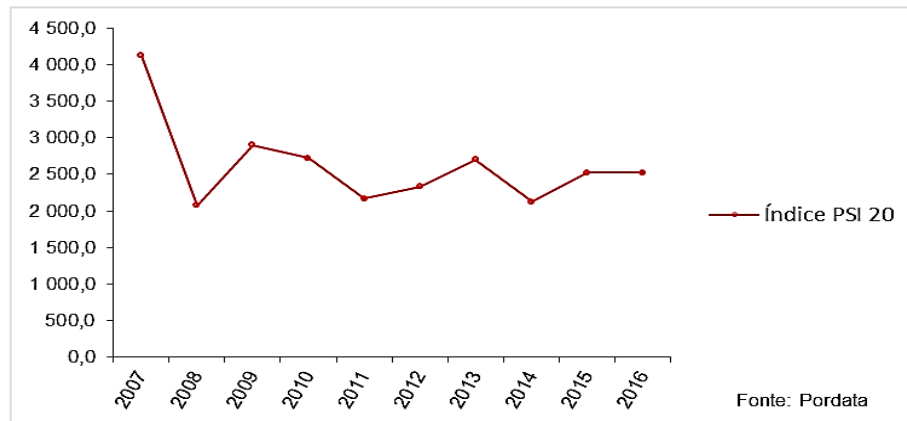


Figura 5 - Índice PSI 20 (Fonte: Pordata)

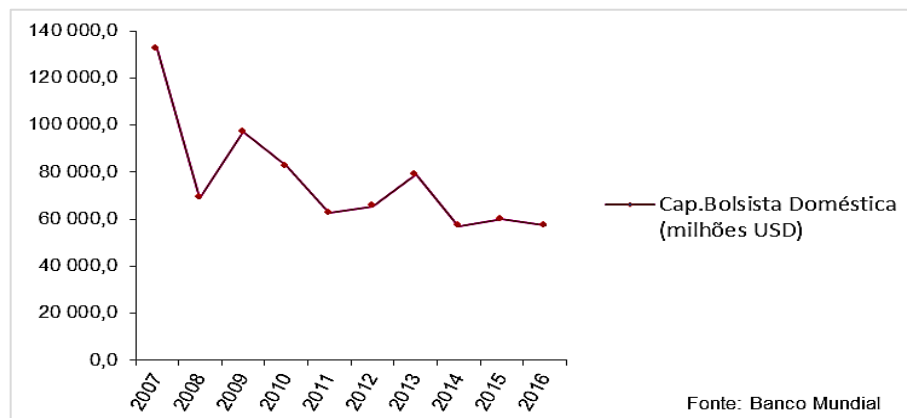


Figura 6 - Capitalização Bolsista (Fonte: Pordata)

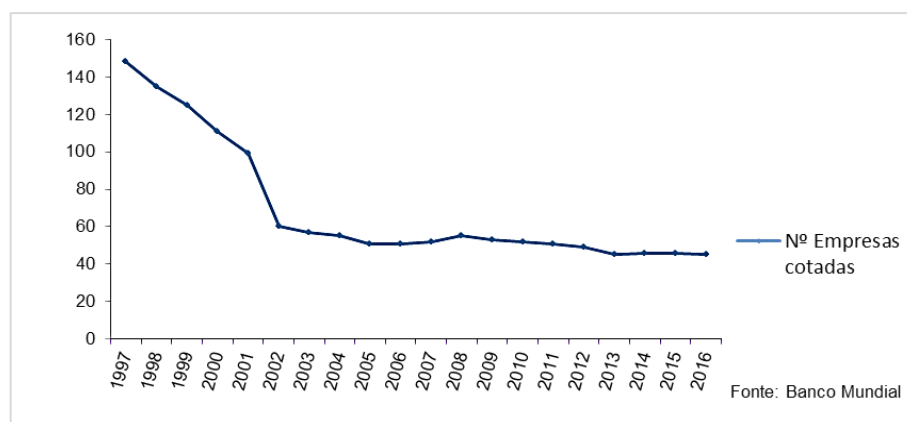


Figura 7 - N.º Empresas Cotadas (Fonte: Banco Mundial)

Presentemente (2018), as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* são 47, mas a imprensa tem levado a público notícias de saídas importantes já concretizadas como o Montepio e a Cimpor, em setembro do ano passado. Este ano a Sumol-Compal⁴⁴, a Cipan (medicamentos)⁴⁵, o Banco Santander⁴⁶ e a Soares Da Costa - Investimentos⁴⁷ também saíram de bolsa.

Outras, como a Luz Saúde (Hospital da Luz) e a SAG (proprietária da SIVA e importadora de automóveis da marca Volkswagen) também já comunicaram ao mercado a sua intenção de perda de qualidade de sociedade aberta⁴⁸.

Também o BPI, após aquisição pelos espanhóis do Caixa Bank, que detém mais de 90% da instituição, está na disposição de requerer a aquisição potestativa dos interesses minoritários e assim proceder à retirada das ações cotadas em bolsa⁴⁹.

Se, por um lado, os principais acionistas têm interesses em abrir o capital das suas empresas à subscrição pública, para a partir daí tirarem partido das dinâmicas do mercado nas transações e liquidez dos títulos, no sobe e desce das cotações, na diversificação das fontes de financiamento, no aumento da sua credibilidade (perante credores, clientes, fornecedores e colaboradores), no incremento da visibilidade associada à exposição mediática e aos proveitos publicitários a custo zero, outras razões existem para levar os acionistas a requerer, em sentido contrário, a perda de qualidade de sociedade aberta.

De facto, os efeitos negativos das crises de mercado, rapidamente escrutinados pelos *stakeholders*, conduzem a elevadas notações de risco com consequentes impactos de peso na conta de exploração e nos encargos de dívida das empresas.

Também o movimento de fusões e aquisições que levem à detenção de mais de 90% do capital social cria as condições para as aquisições potestativas e a consequente perda de qualidade de sociedade aberta.

A perda do controlo total e a necessidade de o partilhar com aqueles que adquirem parte do capital social é outra desvantagem de uma empresa ser cotada em bolsa.

⁴⁴ <https://eco.pt/2018/06/22/sumolcompal-sai-oficialmente-de-bolsa/>

⁴⁵ <https://www.noticiasaoiminuto.com/economia/1041531/cmvm-aprova-saida-de-bolsa-da-cipan>

⁴⁶ <https://eco.pt/2018/07/25/santander-ainda-sem-data-para-retirada-de-mercados-permite-venda-de-aco-es-ate-2019/>

⁴⁷ <https://eco.pt/2018/04/13/e-oficial-sdc-deixa-de-ser-cotada-na-bolsa-de-lisboa/>

⁴⁸ <http://visao.sapo.pt/exame/2018-03-22-Bolsa-portuguesa-prestes-a-perder-mais-duas-cotadas>

⁴⁹ <https://eco.pt/2018/06/06/bpi-vota-saida-de-bolsa-a-29-de-junho-e-propoe-dividendo-de-50-do-lucro/>

No entanto, há uma outra razão significativa que se destaca na intenção de retirada em bolsa, nomeadamente os custos formais inerentes à condição de sociedade aberta (como destaca a Fidelidade, que controla a Luz Saúde e que decidiu retirar do mercado o estatuto de sociedade cotada) ou seja, os elevados encargos, *custos e formalidades inerentes a tal estatuto*⁵⁰.

A necessidade da organização disponibilizar frequentemente, de forma totalmente transparente, informações do seu negócio ao mercado, implicando auditorias à contabilidade, a obrigação de apresentar relatórios periódicos de evolução da atividade e a exposição de dados detalhados que traduzam a valorização da empresa tem custos associados.

Dentro destes *custos e formalidades inerentes ao estatuto de sociedade aberta* encontra-se o excesso de peso do atual quadro legislativo regulamentar das sociedades cotadas, referido acima pela AEM, por ocasião do II Congresso de Valores Mobiliários e Mercados Financeiros.

Os problemas do governo das sociedades nascem das divergências entre os interesses dos sócios e os problemas em torno da separação entre a propriedade e a gestão (originando frequentemente, como referido, os chamados custos de agência). Por outro lado, pode também haver interesses assimétricos entre gestores e acionistas, entre os próprios acionistas e destes com terceiros, designadamente com os *stakeholders*.

Os custos de controlo interno associados à obrigatoriedade de prestação de informação à tutela e ao público em geral, tem semelhanças com as críticas do mercado norte-americano, na sequência da implementação da *Sarbanes-Oxley Act* e legislação complementar, conforme descrito em notas anexas.

4.3 O Quinto Poder em Ascensão

A comunicação social tem na sua génese a missão de divulgar fatos, seja pelo instrumento da escrita, da voz ou da imagem, limitando-se a publicar a notícia e a eximir-se de opiniões.

Todavia, a grande pressão que os meios de comunicação exercem sobre a atividade jornalística, muito por culpa do acelerado desenvolvimento tecnológico, da avidez de consumo informativo e da fluidez dos canais de transmissão, tem cada vez mais realçado o papel do comentador, em todos os domínios sociais, do político ao desportivo, do económico

⁵⁰ <https://eco.pt/2018/05/07/debandada-continua-com-o-bpi-ja-sao-oito-as-cotadas-a-sair-da-bolsa-em-apenas-um-ano/>

ao jurídico, ou do lúdico ao fiscal, por exemplo, confundindo a opinião pública entre a divulgação isenta de um acontecimento e o comentário subscrito pela opinião tendenciosa.

Se é admissível a existência de espaços distintos para a notícia e o comentário, já quando o comentador exerce em simultâneo a profissão de jornalista, o poder informativo fica refém da opinião e da capacidade de influenciar o leitor, o ouvinte ou o espectador e, portanto, de influenciar importantes sectores da sociedade.

A importância e a influência da comunicação social, bem como das redes sociais, é cada vez maior porque interferem decisivamente ao nível da opinião que elaboram e das opiniões que suscitam. Se o veículo utilizado for a televisão, então essa influência, por via da força da imagem, tenderá a ser muito mais marcante (Judite de Sousa, 2018)⁵¹.

Muitas vezes, o conteúdo da notícia é de tal forma exuberante e inesperado que só o facto de a divulgar coloca o jornalista em sérios riscos de manobra intencional. Julian Assange, por exemplo, jornalista australiano, membro do WikiLeaks, *website* de denúncias e repositório de informações, é procurado pelas autoridades norte-americanas que o acusam de divulgar uma vasta massa de documentos secretos sobre possíveis crimes de guerra cometidos na Guerra do Afeganistão e na Guerra do Iraque pelo exército dos Estados Unidos da América. Em 2011 foi incluído na lista da revista *Time* como uma das 100 pessoas mais influentes do planeta⁵².

Também Edward Snowden, analista de sistemas, ex-administrador de sistemas da CIA e ex-contratado da NSA (Agência de Segurança Nacional) seguiu um caminho semelhante ao revelar um esquema de espionagem e vigilância digital internacional montado pela agência governamental norte-americana, tornando públicos detalhes de vários programas que constituem o sistema de vigilância global da organização americana⁵³.

O caso *Panama Papers* é um outro enorme ato de denúncia pública ao declarar um conjunto de 11,5 milhões de documentos confidenciais do arquivo da sociedade de advogados panamiana *Mossack Fonseca*, revelando informações detalhadas de mais de 214 000 empresas de paraísos fiscais *offshore*, incluindo as identidades dos acionistas e administradores.

Nos documentos são mencionados chefes de estado em exercício de cinco países (Argentina, Islândia, Arábia Saudita, Ucrânia e Emirados Árabes Unidos), além de outros

⁵¹ <https://juditesousa.pt/2018/04/13/o-poder-dos-media/>

⁵² https://pt.wikipedia.org/wiki/Julian_Assange

⁵³ https://pt.wikipedia.org/wiki/Edward_Snowden

responsáveis governativos, familiares e colaboradores próximos de vários chefes de governo de outros quarenta países, incluindo África do Sul, Angola, Brasil, China, Coreia do Norte, França, Índia, Malásia, México, Paquistão, Reino Unido, Rússia e Síria, além de 29 multimilionários da lista das 500 pessoas mais ricas do mundo, segundo a revista *Forbes*⁵⁴.

O recurso a empresas *offshore*, só por si, não é ilegal nas jurisdições em que estão registadas. No entanto, durante a investigação, os jornalistas verificaram que algumas das empresas de fachada mencionadas nos documentos podem ter sido usadas para fins ilegais, incluindo fraude, tráfico de droga e evasão fiscal.

O conjunto de documentos, que totaliza 2,6 *terabytes* de dados, abrange um intervalo de tempo entre a década de 1970 e o início 2016, foi enviado por uma fonte anónima para o jornal alemão *Süddeutsche Zeitung* em 2015 e, posteriormente, para o Consórcio Internacional de Jornalistas de Investigação, com sede em Washington.

Os documentos foram distribuídos e analisados por cerca de quatrocentos jornalistas em 107 órgãos de comunicação social em mais de oitenta países. As primeiras notícias sobre o caso, assim como 149 dos próprios documentos, foram publicadas em 3 de abril de 2016.

A *Mossack Fonseca* é uma sociedade de advogados panamiana fundada em 1977 por Jürgen Mossack, filho de um agente da CIA nascido na Alemanha, e por Ramón Fonseca, um romancista e advogado panamiano. A empresa tem mais de quinhentos funcionários em mais de quarenta escritórios em todo o mundo, incluindo três na Suíça e oito na China, administrando empresas *offshore* e oferecendo serviços de gestão de capital a mais de 300 000 empresas. A sociedade trabalha com as maiores instituições financeiras do mundo, como o *Deutsche Bank*, *HSBC*, *Société Générale*, *Credit Suisse*, *UBS* e o *Commerzbank*. Antes da fuga de informação dos documentos do Panamá, o *Economist* descrevia a empresa como líder no discreto sector das finanças *offshore*.

A ABC australiana descreve o funcionamento da sociedade através de complexas estruturas de companhias de fachada e contas fiduciárias e que os serviços da *Mossack Fonseca* permitem aos seus clientes atuar por trás de uma parede de sigilo, muitas vezes impenetrável, residindo o êxito da *Mossack Fonseca* numa rede global de contabilistas e bancos de prestígio que contratam a sociedade para gerir as finanças dos clientes abastados. Os bancos são o principal motor por trás da criação de empresas opacas em paraísos fiscais.

⁵⁴ https://pt.wikipedia.org/wiki/Panama_Papers

Embora grande parte do trabalho da sociedade seja perfeitamente legal, pela primeira vez esta fuga de informação permite perceber o seu funcionamento interno, trazendo alguma luz a um negócio que facilita aos operadores uma grande margem de manobra.⁵⁵

4.4. Pontos da Gestão Irregular. Os Casos Mediáticos

Os pontos que se seguem revelam casos paradigmáticos de gestão empresarial verdadeiramente perniciosa e danosa, no sentido do favorecimento de interesses particulares de alguns gestores e administradores em detrimento do proveito societário.

Uma vez instalados e bem posicionados no quadro diretivo das respetivas organizações, de alguma forma a sua atuação conseguiu passar por entre a malha do poder legislativo, do sistema de controlo interno e do *Corporate Governance*, acabando os casos nefastos por serem dados a conhecer ao domínio público através da denúncia dos órgãos de informação, públicos e privados.

4.4.1. O Caso BCP

Quando, em 2008, as consequências do *subprime* deram origem à crise do sector financeiro e à falência do *Lehman Brothers* norte-americano, pouca gente acreditaria que a mesma pudesse conduzir à pior recessão desde a Grande Depressão de 1929. Nessa altura os bancos da zona euro e do Reino Unido viram o seu valor de mercado diminuir violentamente em mais de 75%.

Em Portugal, o sector da banca não escapou a esta turbulência, com os três principais bancos a desvalorizarem mais de metade. O Banco Comercial Português liderou pela negativa, com perdas de 58,22%, mas o BES e o BPI também perderam 56,78% e 57,16%, respetivamente.

O BCP foi o banco português a registar a maior desvalorização no PSI-20 e a quarta cotada do principal índice a cair mais. A capitalização bolsista passou de 8,57 mil milhões de euros para os 4,694 mil milhões de euros.

Ainda assim, a "performance" dos títulos em 2009 é das "menos más" da Europa. Enquanto o índice *Dow Jones* para a banca europeia, com 39 membros, deprecia 18,6%, o BCP cai 4%.

⁵⁵ Idem (https://pt.wikipedia.org/wiki/Panama_Papers)

Neste *ranking* o BCP apresenta mesmo a sétima melhor prestação. Entre os bancos portugueses, o BPI cai 15% e o BES perde 21%.

Esta crise, segundo uma análise do Negócios, criou um duplo problema a vários acionistas da instituição, nomeadamente a Joe Berardo, Manuel Fino, Teixeira Duarte e Privado Financeiras. Ou seja, a pressão da queda dos títulos enfraquece uma parte significativa da estrutura do banco. Estes acionistas de referência (que controlavam quase 18% do banco) não só tiveram de lidar com a desvalorização das carteiras, como tiveram de reforçar as garantias prestadas no âmbito dos empréstimos contraídos para adquirir ações do BCP⁵⁶.

A crise financeira internacional, que contaminou igualmente o sistema financeiro português, tornou claro como a valorização acionista dos bancos cotados estava inflacionada artificialmente pelo mercado.

Por esta altura, ainda não era do domínio público a existência de 17 entidades *offshore* que o BCP tinha ocultado das entidades reguladoras e supervisoras destinadas a comprar ações próprias do banco. Estas sociedades não foram reportadas ao Banco de Portugal nem à CMVM, não constaram das contas nem dos relatórios do BCP e nunca foram referenciadas pelos auditores externos, tendo esta situação sido revelada pelo então governador do Banco de Portugal, Vítor Constâncio, na sua audição de janeiro de 2009 na comissão de Economia e Finanças, da Assembleia da República.

Nesta audição, Vítor Constâncio, além de revelar a existência das 17 entidades *offshore* detidas secretamente pelo BCP, denunciou também a atuação de veículos *offshore* utilizados pelo BCP para a compra de ações próprias, através de facilidades de crédito concedidas aos membros do Conselho Superior com base em 20 sociedades *offshore* detidas pelos mesmos.

A partir de denúncias feitas em finais de 2008, quer o Banco de Portugal quer a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários iniciaram as investigações, com os supervisores a anunciarem processos de contraordenação.

Tratando-se de um tema extremamente sensível para a estabilidade do sistema financeiro, com fortes indícios do foro criminal e riscos de inibição da atividade de administradores de referência, rapidamente o assunto se tornou numa enorme relevância política, sendo os responsáveis das entidades supervisoras chamados a atender às necessidades de o banco reduzir os riscos de instabilidade e desconfiança, o que permitiu dar continuidade à governação do BCP.

⁵⁶ Bolsa PT - Inside Forum & Portal de Bolsa, 27/01/2009

Já em 2005 o Banco de Portugal tinha detetado situações de irregularidade com a compra de ações próprias através das *offshores*. Nessa altura o Banco de Portugal fez várias inspeções e considerou ser legal a instituição dar crédito a *offshores* e os bancos possuírem sociedades *offshore*. No entanto, os acionistas em causa davam como garantia a esses créditos as ações do próprio banco, o que conta para efeitos de limite de ações próprias.

Como estas não podem ultrapassar 10% das ações totais, o governador considerou que existiu um risco prudencial, tendo sido imposta uma determinada restrição de atuação ao BCP. Nessa altura o banco teve de reduzir o crédito concedido a certos acionistas e exigir outras garantias.

Em 2005, aparentemente, a situação estava resolvida, tendo o BCP usado uma provisão de 200 milhões de euros para resolver algumas perdas registadas devido à queda do preço das ações.

No entanto, mais tarde, em 2013, depois de vários processos judiciais em curso, a imprensa noticiava que os anteriores gestores do BCP, já demitidos das suas funções, com reconhecida relevância no mercado como Jardim Gonçalves, Filipe Pinhal, Alípio Dias e Christopher Beck, entre outros, são acusados pelo supervisor de terem montado um sistema de 17 *offshores* para ocultarem a compra de ações próprias do BCP com a finalidade de valorizarem artificialmente os títulos que estavam em queda.

O Banco de Portugal condenou Jardim Gonçalves a uma coima de um milhão de euros, António Rodrigues a 850 mil euros, Christopher de Beck a 750 mil euros, Luís Gomes a 650 mil euros, Alípio Dias a 540 mil euros, Filipe Pinhal a 425 mil euros e António Castro Henriques a 230 mil euros, tendo os acusados recorrido para os tribunais de primeira instância. O BCP não recorreu da coima aplicada de cinco milhões de euros.

Os processos jurídicos instaurados aos ex-gestores do BCP, desencadeados entre o final de 2007 e 2009, fundamentam-se em acusações de ilegalidade baseadas em ocultação de informação ao mercado e aos supervisores, falsificação da contabilidade e manipulação de mercado, dois de natureza contraordenacional (BdP e Comissão de Mercado de Valores Mobiliários) e o terceiro de carácter criminal (Ministério Público)⁵⁷.

Também a auditora KPMG foi condenada pela CMVM a uma multa máxima de 150.000 euros, com pena suspensa, por uma infração muito grave relacionada com violação das normas de auditoria no caso das *offshores* do BCP⁵⁸.

⁵⁷ 12/06/2013 (<http://www.asjp.pt>)

⁵⁸ <https://expresso.sapo.pt/economia/2015-11-11-KPMG-condenada-no-caso-BCP#gs.rPfQGCK>

Um relatório elaborado por um partido de esquerda da AR aos trabalhos da Comissão de Inquérito à supervisão bancária no caso BCP declara que os dados recolhidos permitem concluir que a supervisão fracassou nos seus deveres. Apesar de se tratar do maior escândalo da história bancária portuguesa, se medido pelo impacto nas perdas financeiras e no impacto social, a supervisão só atuou perante a denúncia de um acionista e muitos anos depois da manipulação de mercado estar organizada pela administração do BCP.

No final, a supervisão constatou que as Contas e Resultados do BCP estavam falseados durante pelo menos sete anos e que a sua correção exigiu uma retificação da ordem dos 416 milhões de euros. A supervisão nunca detetou esses erros, omissões ou fraudes contra o mercado em tempo próprio.

Os administradores do BCP tinham interesse pessoal e direto na declaração de resultados artificialmente elevados, dado que as suas remunerações indiretas resultavam de prémios em percentagem dos resultados, podendo chegar a 10% dos lucros.

Também o auditor externo, a KPMG, foi incapaz de detetar qualquer anomalia e ratificou contas que estavam falseadas, tendo fracassado perante as suas obrigações.

Em janeiro de 2002, foi detetado um movimento anormal de compra de mais de 4 milhões de ações por via do BCP Cayman, tendo como objetivo elevar artificialmente os valores das cotações. Essa operação foi objeto de um relatório da CMVM, que concluiu a necessidade de pedir esclarecimentos ao BCP, tendo o banco respondido enganosamente, e também de proceder a uma investigação sobre eventual crime de manipulação de mercado, tendo esta recomendação sido ignorada.

O BCP ocultou a existência e atuação das sociedades *offshore* que tinha criado e financiado para a compra de ações próprias. Mas o Banco de Portugal tinha conhecimento da existência de pelo menos quatro sociedades registadas em nome de Goes Ferreira, que foram os principais instrumentos de atuação para a compra não registada de ações próprias a partir de 2002. Essa atuação não foi investigada.

Os detentores de pequenas poupanças foram induzidos a comprar ações com o benefício de crédito, tendo registado prejuízos que muitas vezes os tornaram insolventes. No entanto, o BCP reconhece o abuso dessa relação de confiança com os clientes e aceitou ressarcir alguns dos pequenos acionistas.

O BCP concedeu irregularmente crédito a familiares de administradores e fez discriminação entre os acionistas, perdendo crédito a alguns dos grandes acionistas, em particular aos que agiam como intermediários na compra de ações próprias.

Assim sendo, a comissão nunca apurou como decorriam as operações de manipulação de mercado e como atuavam os seus responsáveis⁵⁹.

4.4.2. O Caso BPN

O BPN foi criado no início da década de noventa, com o estatuto de banca de investimento, a partir da fusão das sociedades financeiras Soserfin e Norcrédito. Mais tarde, em 1998, sob a liderança de Oliveira e Costa, antigo secretário de Estado dos Assuntos Fiscais do PSD num dos governos de Cavaco Silva, foi transformado em banca comercial. Nesse ano, é criada a Sociedade Lusa de Negócios, uma holding destinada a agregar os investimentos não financeiros do grupo⁶⁰.

Em 2002 o grupo compra o Banco Efisa, a corretora Fincor e o Banco Insular em Cabo Verde, ocultando esta última aquisição ao Banco de Portugal.

Mais tarde, em 2007, o Banco de Portugal pede ao grupo SLN/BPN que clarifique a sua estrutura acionista e proceda à separação entre as áreas financeiras (BPN e Real Seguros) e não financeiras (SLN Investimentos, Plêiade e Partinvest). Só em 2008 a administração do banco prestou esclarecimentos e já após a saída de Oliveira e Costa, substituído pelo então presidente interino Abdool Vakil.

Nesse ano, Oliveira Costa abandonou a presidência do grupo SLN/BPN, invocando problemas de saúde. Na altura, vários dos principais acionistas, como Joaquim Coimbra, entre outros, defendiam a separação entre a área financeira e não financeira do grupo, bem como a nomeação de uma nova equipa de gestão.

Em meados de 2008, Miguel Cadilhe, antigo ministro das Finanças e ex-administrador do BCP, é eleito presidente do grupo SLN/BPN, substituindo Abdool Vakil e, no outono, o banco recorre a um financiamento de 200 milhões de euros junto da Caixa Geral de Depósitos para enfrentar as dificuldades de liquidez causadas pela crise financeira internacional.

⁵⁹ Relatório do BE sobre o caso BCP, 22/07/2008

⁶⁰ DN, 20/07/2009

Em novembro de 2008, o Governo anuncia que vai propor ao Parlamento a nacionalização do BPN, devido à descoberta de um 'buraco' de 700 milhões de euros, que durante anos foi ocultado do supervisor através do Banco Insular de Cabo Verde.

Em 5 de novembro de 2008, a Assembleia da República aprova a nacionalização do BPN e a 20 desse mês Oliveira e Costa é constituído arguido e detido em prisão preventiva por suspeitas de burla, branqueamento de capitais e fraude fiscal.

No mês seguinte a Assembleia da República aprova por unanimidade um inquérito parlamentar à atuação do Banco de Portugal e dias depois as auditorias revelam 950 milhões de euros de perdas e imparidades ocultadas ou omitidas por ex-gestores e, em fevereiro de 2009, o então administrador Norberto Rosa, revela na comissão parlamentar de inquérito à nacionalização do banco, que as perdas do BPN ascendem a 1,8 mil milhões de euros, contabilizadas as imparidades nos bancos Insular, Cayman e IFI de Cabo Verde.

Entretanto, Dias Loureiro, administrador do Grupo SLN/BPN, garante desconhecer a existência do Banco Insular, bem como de irregularidades no BPN, afirmando que, em 2002, pediu ao Banco de Portugal especial atenção ao BPN, o que foi desmentido pelo antigo vice-presidente do BdP, António Marta. Pouco depois, em maio de 2009, Dias Loureiro comunica a Cavaco Silva a sua renúncia ao cargo de conselheiro de Estado, após uma série de apelos de vários quadrantes políticos para que tomasse essa decisão.

Em julho desse ano, Dias Loureiro é ouvido como arguido no Departamento Central de Investigação e Ação Penal relativamente a dois negócios, o da Biometrics e o da Redal de Marrocos, estando em causa suspeitas de prática de crimes de burla e falsificação de documentos. No fim das contas, desapareceram do grupo 38,7 milhões de euros, aparentemente sem deixar rasto.

Também o ex-ministro da Saúde Arlindo Carvalho e dois administradores da sociedade Pousa Flores foram constituídos arguidos no caso BPN, sustentando o Ministério Público que Arlindo de Carvalho e José Neto terão recebido indevidamente cerca de 80 milhões de euros do BPN e do Banco Insular de Cabo Verde, na qualidade de homens de confiança, em negócios dirigidos à distância por Oliveira Costa e outros dirigentes do BPN/Sociedade Lusa de Negócios⁶¹.

⁶¹ Cronologia do caso BPN: <https://www.dn.pt/economia/interior/cronologia-do-caso-bpn-1312958.html>

Entre 2001 e 2009, o MP acusa Oliveira Costa de principal culpado num esquema que envolveu um conjunto de negócios entre sociedades do grupo e o BPN, incluindo a criação de centenas de *offshores* para esconder prejuízos e a compra e venda de ações.

Oliveira Costa, Luís Caprichoso, José Vaz Mascarenhas e Francisco Sanches foram considerados culpados pelo desvio de nove mil milhões de euros, através da utilização do Banco Insular como veículo para receber dinheiro desviado do BPN Cayman.

Presentemente, sabe-se que o ex-presidente do BPN José Oliveira e Costa foi condenado a 12 anos de prisão por dois crimes de burla qualificada e o antigo ministro da Saúde Arlindo de Carvalho a seis anos por um crime de burla qualificada e outro de fraude fiscal por cúmulo jurídico.⁶²

4.4.3 O Caso BPP

O caso do Banco Privado Português, banco vocacionado para a gestão de fortunas, foi outro processo de gestão desastrosa, irregular, assimétrica e opaca, que culminou na sua venda por um euro, obrigando à intervenção do Estado e do Banco de Portugal.

Como refere, sobre o caso BPP, em 10/07/2009, a agência Lusa ao Diário de Notícias, em novembro de 2008 a empresa de notação financeira Moody's agrava a avaliação do risco de crédito do BPP, cortando não só o *rating* (medida do risco de crédito) como o indicador BSFR de solidez financeira, que avalia a probabilidade de um banco vir a precisar de recorrer ao apoio de terceiros (acionistas ou instituições oficiais) no reforço dos capitais próprios.

Nessa altura, João Rendeiro, fundador, maior acionista e então ainda presidente do Conselho de Administração do BPP, solicita a garantia do Estado para um empréstimo de 750 milhões de euros junto do Citigroup, ao que o governador do Banco de Portugal, Vítor Constâncio, anuncia que a Instituição irá dar parecer negativo a esse pedido de garantias estatais. Consequentemente, durante uma reunião de acionistas, João Rendeiro renuncia ao cargo de presidente do Conselho de Administração do BPP.

Em dezembro de 2008, o Banco de Portugal decide intervir no BPP. Nomeia uma administração provisória, liderada por Fernando Adão da Fonseca, para acompanhar um plano de salvamento da instituição, que inclui um empréstimo negociado junto de seis outros bancos portugueses, no valor de 450 milhões de euros.

⁶² <https://eco.pt/2018/11/12/oliveira-e-costa-e-arlindo-de-carvalho-condenados/>

O empréstimo tem garantia do Estado, suportada em penhor de ativos do BPP, destinando-se a permitir ao BPP fazer face a responsabilidades do passivo do balanço perante depositantes e demais credores, mas deixa de fora todos os demais compromissos, incluindo os que estão no âmbito da atividade de gestão de patrimónios.

Tentando sossegar o mercado e a opinião pública, o então ministro das Finanças, Fernando Teixeira dos Santos, justifica a intervenção e não a nacionalização, afirmando que se trata de um caso de menor dimensão que o BPN, deixando claro que, ainda assim, não vale a pena correr o risco de perturbação do sistema financeiro, daí a necessidade dessa intervenção.

Mas o mercado reagiu mal e rapidamente a imprensa noticia que os clientes não estão a conseguir retirar as aplicações financeiras que têm no banco. O ministro das Finanças reafirma que a operação de financiamento do BPP tem apenas como objetivo salvaguardar a situação dos depositantes e que os ativos integrados nas atividades de gestão de fortunas e patrimónios estão fora da intervenção do Estado.

No entanto, o congelamento de pagamentos aos clientes, o avolumar de queixas e a falta de respostas leva os clientes do BPP a criar uma associação de defesa dos seus direitos, reclamando que fizeram depósitos e não qualquer outro tipo de aplicação. Esse congelamento seria prorrogado pelo Banco de Portugal.

Em meados de dezembro de 2008, o conselho de administração da Privado Holding, sociedade que detém a totalidade do capital social do Privado, principal acionista do BPP, ainda à data liderada por João Rendeiro, renuncia aos cargos no decorrer duma assembleia-geral de acionistas.

Em finais de dezembro de 2008, a associação de clientes começa a desenvolver mais ações, sendo uma das primeiras anunciada pelo advogado que os representa no sentido de apresentar uma providência cautelar para impedir a utilização pelo banco do empréstimo de 450 milhões de euros.

No final de janeiro de 2009, as instalações do BPP são alvo de buscas de agentes da judicária, investigadores do Ministério Público e de técnicos da CMVM, visando apreender registos de movimentos bancários que possam estar relacionados com aplicações financeiras suspeitas.

Dias depois, o novo presidente da PH diz que vai pedir uma nova auditoria à Deloitte para apresentar aos acionistas, num prazo máximo de três meses, um plano de salvação da sociedade.

Começa então a circular a possibilidade de um aumento de capital, em parte subscrito pelos acionistas, em parte pelo Estado e noutra parte pelos bancos envolvidos no empréstimo, que o converteriam, na totalidade ou numa parte, mas os presidentes desses bancos rejeitaram esta hipótese.

Paralelamente o Banco de Portugal suspende preventivamente das suas funções os administradores do BPP Paulo Guichard, Salvador Fezas Vital, Fernando Lima, Paulo Lopes, Vítor Castanheira e Guilherme Portela Santos.

No mês seguinte, em fevereiro de 2009, o Governo garante que não vai utilizar recursos públicos para encontrar uma solução para o problema da gestão de carteiras do BPP. Esta seria uma rejeição implícita do primeiro plano proposta pela administração nomeada pelo Banco de Portugal.

Depois de o Governo ter recusado a possibilidade de uma garantia do Tesouro, que fazia parte de uma das soluções apresentadas pela Administração, esta propõe negociação direta com clientes e começam a surgir notícias da criação de um megafundo de investimento. A associação de clientes não rejeita a ideia da criação de um megafundo, mas aguarda pormenores e diz que só aceitaria se fosse cotado ou gerido pela Caixa Geral de Depósitos.

Em abril de 2009, o governador do Banco de Portugal, Vítor Constâncio, anuncia que deverá estar iminente a apresentação por parte do BPP de um novo plano de viabilização do banco e de uma solução para os produtos de retorno absoluto.

Na mesma altura, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários considerou que as garantias de capital e juros dadas pelo BPP aos clientes têm validade jurídica, revelando também que comunicou ao Ministério Público indícios de práticas suscetíveis de configurar crimes detetados no banco.

O presidente da CMVM diz que falharam os auditores e a administração do banco, referindo-se à gestão liderada por João Rendeiro.

No mês seguinte, a administração do BPP decide suspender o pagamento dos depósitos, até haver uma decisão das autoridades sobre o futuro da instituição, alegando tratar-se de uma medida para proteger os clientes de retorno absoluto de uma eventual falência do banco.

Logo a seguir a sede do Banco no Porto é ocupada por cerca de meia centena de clientes que exigem do Governo o cumprimento da promessa de pagamento dos depósitos. A administração atribui as críticas dos clientes a desconhecimento do processo.

José Sócrates, então primeiro-ministro, considerou arrepiantes as notícias sobre práticas de gestão fraudulenta no BPP e no BPN e pediu às autoridades judiciais rapidez na perseguição dos criminosos.

A Sociedade Comercial Orey Antunes, através da participada Orey Financial, confirmou haver conversações com a Privado Holding para encontrar soluções de viabilidade do banco e para os problemas dos clientes de retorno absoluto, afirmando que qualquer solução depende de um entendimento favorável entre as autoridades de supervisão e a existência de condições que permitam a sua gestão do grupo económico BPP.

Em julho de 2009, a Privado Holding admitiu a possibilidade de agir contra João Rendeiro, caso seja provado que a sua gestão lesou os acionistas da sociedade.

Pouco depois, a Sociedade Comercial Orey Antunes informa a CMVM de ter adquirido a totalidade do BPP e de duas 'holdings' do Grupo Privado Português pelo preço simbólico de um euro⁶³.

A decisão do caso BPP só foi conhecida recentemente, em outubro de 2018, através de um acórdão judicial em que o antigo presidente do BPP, João Rendeiro foi condenado a cinco anos de prisão por falsidade informática e falsificação de documentos, mas com pena suspensa caso pague 400 mil euros à associação Crescer;

O ex-administrador do banco, Paulo Guichard, foi condenado a quatro anos e três meses de prisão por falsificação de documentos e falsidade informática, mas com pena suspensa se pagar 25 mil euros à associação Os Anjos;

Salvador Fezas Vital, outro dos antigos administradores, foi condenado, também pelos mesmos dois crimes, a três anos e seis meses de prisão, mas igualmente com pena suspensa se pagar 15 mil euros à Associação Cais;

Paulo Lopes, também do conselho de administração do BPP, foi condenado pelos mesmos crimes a um ano e nove meses de prisão com pena suspensa;

Fernando Lima, outro ex-administrador, foi condenado a um ano de cadeia por falsidade informática, estando obrigado ao pagamento de uma multa de 5,4 mil euros⁶⁴.

O colapso do BPP, banco supostamente vocacionado para a gestão de fortunas, aconteceu em 2010, já depois do caso BPN e antecedendo outros escândalos da banca portuguesa. Envolveu

⁶³ <https://www.dn.pt/bolsa/interior/cronologia-do-caso-bpp-1304583.html>

⁶⁴ Agência LUSA 15 de outubro de 2018

o seu ex-presidente e quatro antigos administradores, acusados de adulterar a contabilidade, de falsidade informática e de falsificação de documentos, entre 2001 e 2008.

O BPP originou ainda outros processos judiciais, um por suspeitas de burla qualificada e outro relacionado com multas aplicadas pelas autoridades de supervisão bancárias.

4.4.4 O Caso BES

Quando, em 2013, chega ao fim a aliança entre Semapa e o BES e, com ela, as relações entre as famílias Queiroz Pereira e Espírito Santo, percebeu-se que, na sequência da zanga, Pedro Queiroz Pereira iria entregar ao Banco de Portugal documentos incriminatórios sobre o Grupo Espírito Santo.

O primeiro sinal público de que algo não estava a correr bem no universo familiar do GES, foi o facto de o BES ter usado o seu maior fundo, o Espírito Santo Liquidez, para financiar o banco e as empresas do grupo.

Consequentemente o Banco de Portugal enviou uma carta ao Espírito Santo Financial Group, alegando uma exposição financeira excessiva do grupo financeiro sobre o ramo não financeiro. O supervisor impõe a tomada de medidas que isolem o banco e os clientes dos riscos decorrentes do “buraco” entretanto descoberto na Espírito Santo International.

Em meados de maio de 2014 a Espírito Santo Financial Group e o grupo francês *Crédit Agricole* anunciam ao mercado a dissolução da 'holding' BESPARG, através da qual controlavam o BES, passando cada uma a ter participações diretas no banco. A extinção da BESPARG foi o ponto de partida para o fim da aliança entre a família Espírito Santo e o parceiro histórico banco francês.

Internamente, na família Espírito Santo, as coisas também começam a deteriorar-se e torna-se pública a notícia que José Maria Ricciardi desafia a liderança do primo Ricardo Salgado, contribuindo a desavença para aumentar o nervosismo dentro do GES.

Em maio de 2014, o Banco de Portugal ordena uma auditoria externa à holding não financeira do GES, a pretexto de garantir que os investidores de papel comercial estavam isentos de risco.

Consequentemente, por imposição do BdP, o ESFG foi obrigado a inscrever uma provisão extraordinária de 700 milhões de euros nas contas de 2013. A preocupação do supervisor era

de que várias empresas não financeiras do GES, caso da ESI, não tivessem capacidade de reembolsar o papel comercial colocado junto de clientes do BES.

A 21 de maio a CMVM publica o prospeto do aumento de capital do BES com vários alertas sobre eventuais irregularidades da instituição, nomeadamente irregularidades nas contas da Espírito Santo Internacional, detetadas pela auditoria pedida pelo Banco de Portugal em 2013, que além das irregularidades nas contas concluiu que a sociedade apresentava uma situação financeira grave e que a ESI tinha um programa de reorganização do seu grupo de desalavancagem para reequilibrar a sua situação financeira no sentido de proceder ao reembolso do passivo.

Entretanto o BES Angola começa também a ficar debaixo de fogo da supervisão. O prospeto de aumento de capital do BES dá também conta da garantia prestada pelo Estado angolano à maior parte dos créditos do banco, de 5.700 milhões de dólares (cerca de 4.200 milhões de euros), para proteger o BESA de possíveis atrasos e incumprimentos por parte das empresas.

O prospeto do aumento de capital do BES visa ainda demarcar-se de outros acontecimentos ilegais, referindo o alegado envolvimento do banco norte-americano da Florida em atividades ilícitas e alegadas violações da lei de branqueamento de capitais pelas quais o banco foi multado em 1,2 milhões de euros, destacando a sua contestação ao ato.

O prospeto destaca também outras medidas de correção a acontecimentos negativos anunciados, nomeadamente a necessidade de revisão de procedimentos na prevenção do branqueamento de capitais na sucursal do BES em Londres e as buscas da Autoridade da Concorrência a vários bancos em Portugal para recolher provas sobre troca de informação sensível. O documento aborda ainda processos de *inside trading* sobre administradores e quadros do BES, mas sem referir nomes.

No entanto, apesar de todos estes avisos expressos no prospeto de aumento de capital, o empréstimo é totalmente subscrito em 11 de junho de 2014, com a procura a exceder largamente a oferta e a gerar um encaixe de 1045 milhões de euros em papel comercial.

No mês seguinte, o Espírito Santo Financial Group anuncia pela manhã a suspensão da negociação de ações e obrigações do grupo em Lisboa e no Luxemburgo, devido a dificuldades materiais em curso, especialmente do seu maior acionista a Espírito Santo International.

Os receios em torno da solidez financeira do GES ganham força após ter sido noticiado que a subsidiária Banque Privée Espírito Santo, na Suíça, está em incumprimento no reembolso a

alguns clientes que tinham aplicações em dívida da ESI e que esta empresa está a avaliar um pedido de insolvência.

Logo a seguir o BES emite um comunicado a garantir que as potenciais perdas resultantes da exposição ao GES não punham em causa o cumprimento dos rácios de capital que detinha 2,1 mil milhões de euros acima do rácio mínimo regulamentar e uma exposição de 1,182 mil milhões de euros ao grupo.

Numa tentativa de acalmar os mercados e ao mesmo tempo responsabilizar o Estado Português, a Comissão Europeia disse acreditar que o sistema financeiro português tem capacidade para gerir de forma atempada e eficaz os problemas como a crise que afeta o GES.

Com os principais jornais económicos europeus a noticiarem os problemas que vive o GES e o impacto nos mercados, o BdP veio a público descansar os depositantes do BES, seguido pelo primeiro-ministro, Pedro Passos Coelho, que afastou a necessidade de uma intervenção estatal no grupo.

Apesar de a CMVM ter levantado a suspensão da negociação das ações do BES, acabou de seguida por proibir a sua venda a descoberto, logo que verificou que os títulos se afundaram no seu regresso à negociação.

Em meados de julho de 2014, um dia depois de entrar em funções como presidente executivo do BES, Vítor Bento afirma que a prioridade no banco é reconquistar a confiança dos mercados e pôr fim à especulação.

Pouco depois, a ministra das Finanças, Maria Luís Albuquerque, garante no parlamento que a nacionalização do GES está totalmente posta de parte e que não está em curso nenhum plano de recapitalização do BES com capitais públicos.

Entretanto, todos os dias os órgãos de informação continuam a destacar pequenas notícias que só agravam a desconfiança dos mercados: a ESI informa que se candidatou ao regime de gestão controlada no Luxemburgo; a Rioforte também apresentou igual pedido de sujeição nesse país; o ESFG sai do PSI-20 devido ao período de suspensão da negociação dos seus títulos; o Ministério Público fez buscas à sede do Grupo, onde funciona o conselho superior e no qual estão representados os cinco ramos da família; em Miami, os supervisores financeiros norte-americanos voltaram ao BES; o Tribunal do Comércio do Luxemburgo aprovou o pedido de gestão controlada apresentado pela ESI; o Ministério Público investigou 12 transferências no total de 27,3 milhões de euros, efetuadas entre julho de 2009 e julho de 2011, cujos movimentos terão partido do BES Angola para contas de empresas com sede no Panamá em

benefício de Ricardo Salgado e Amílcar Moraes Pires, ex-vice-presidente executivo do BES; fica-se ainda a saber que o BES corre o risco de perder o controlo do BES Angola, onde teve um prejuízo de 198 milhões de euros no primeiro semestre e que o supervisor bancário angolano obrigou a entidade a um reforço substancial dos seus capitais, mas também que o banco português poderá não ter condições de acompanhar essa operação, tanto mais que reconheceu uma outra imparidade, no valor de 106,1 milhões de euros, nos seus resultados semestrais relativa a uma participação que detém na Portugal Telecom; foi ainda noticiado que o Conselho de Administração encontrou passivos que não constavam nos registos contabilísticos do banco, tendo constituindo uma provisão suplementar de 856 milhões de euros. Logo a seguir o Expresso noticiou que se tratou de uma garantia do BES sobre 800 milhões de euros investidos pela petrolífera estatal da Venezuela em papel comercial do GES.

Em 31 de julho de 2014, o Banco de Portugal emite um comunicado que refere fatos descobertos no BES que apontam para a prática de atos de gestão gravemente prejudiciais, admitindo consequências contraordenacionais e até criminais para a ex-equipa de gestão liderada por Ricardo Salgado.

Consequentemente, o regulador suspendeu com efeitos imediatos os administradores do BES responsáveis pela auditoria e inspeção - Rui Silveira, pelo *compliance* - António Souto e pela gestão de risco - Joaquim Goes.

O supervisor inibiu também os direitos de voto inerentes à participação da Espírito Santo Financial Group no BES, ou seja, a família Espírito Santo deixou de ter poder sobre o banco⁶⁵.

Perante toda esta avalanche de acontecimentos, pouco depois, a 3 de agosto de 2014, após a apresentação das contas do primeiro semestre e de prejuízos recorde na banca portuguesa de 3,6 mil milhões de euros, é anunciada a intervenção pública no BES.

O Banco de Portugal tomou o controlo do Banco Espírito Santo e anunciou a separação da instituição em duas entidades: o chamado banco mau, um veículo que detém os ativos problemáticos, que implicam perdas para os acionistas e para os detentores de obrigações subordinadas, mantendo também os acionistas e o nome BES, e o banco de transição, designado por Novo Banco (presentemente em processo de venda), que recebe uma injeção de 4,9 mil milhões de euros do Fundo de Resolução, ficando na esfera do Banco de Portugal e do Ministério das Finanças.

⁶⁵ <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-os-resultados-divulgados-pelo-banco-espírito-santo>

O governador Carlos Costa garantiu na altura que a decisão não teria qualquer custo para o erário público nem para os contribuintes. Mais tarde, perante as audições da comissão de inquérito ao caso BES/GES no Parlamento, após ter sido ouvido durante cerca de sete horas, garante que, no final do processo, eventuais perdas com a venda serão suportadas pelo sistema bancário.

Todavia, quase ao mesmo tempo, já o mais importante banqueiro português e um ex-primeiro ministro foram detidos, dando origem aos maiores escândalos de crimes na história da política e da alta finança nacionais. Ricardo Salgado foi detido no dia 24 de julho de 2014 e, curiosamente, quatro meses depois, foi a vez do ex-primeiro ministro José Sócrates ficar em prisão preventiva. Ambos são suspeitos de fraude fiscal, branqueamento de capitais e corrupção.

O ex-presidente do BES, líder do clã Espírito Santo, uma das famílias mais poderosas de Portugal, com influência direta nos destinos do país durante décadas, foi detido em casa, no Estoril, no âmbito da operação policial Monte Branco. A operação Monte Branco, de acordo com o jornal de Negócios, começou com as investigações no âmbito do BPN, mas foi apanhando vários processos pelo caminho.

A investigação incide sobre crimes de branqueamento de capitais e de fraude fiscal, um esquema que teve origem na Akoya, sociedade suíça de gestão de fortunas detida por dois dos arguidos neste processo, Michel Canals e Nicolas Figueiredo, antigos quadros do banco suíço UBS, além de Álvaro Sobrinho, ex-presidente não executivo do BES Angola. Este gestor confirmou, aliás, ser acionista da Akoya Asset Management SA, através de uma sociedade por si detida, denominada Colville.

Em causa estava um conjunto de movimentos financeiros, ocorridos entre 2006 e 2012, realizados no quadro de um alegado esquema de ocultação da origem dos fundos e da sua conversão em numerário, abrangendo montantes, na totalidade, superiores a 30 milhões de euros.

O caso Monte Branco começou a ser investigado em 2011, na sequência de uma outra investigação, a Operação Furacão, tornada pública em 2005⁶⁶.

Nas contas da Espírito Santo International foram detetadas irregularidades graves e mil milhões de euros em dívida encoberta, o que já tinha vindo a levantar suspeitas e a chamar a atenção da justiça portuguesa há algum tempo. Suspeitas de burla, infidelidade e falsificação

⁶⁶ Público 31/03/2017

de documentos foram os indícios criminais que o Banco de Portugal recolheu da investigação à gestão de Ricardo Salgado no BES e que remeteu para o Departamento Central de Investigação e Ação Penal.

Ricardo Salgado tinha antes tentado mandar as culpas da quebra financeira do Grupo Espírito Santo para cima do seu contabilista, que revelou posteriormente que o ex-presidente do BES tinha efetivamente conhecimento de que faltava dinheiro nas contas do passivo.

Dentro do património herdado do antigo BES pelo Novo Banco, consta uma vasta carteira de imóveis, cerca de 15 mil ativos imobiliários, avaliados em torno de 2 mil milhões de euros, mas atualmente ainda impedidos de qualquer operação de venda devido a problemas de tramitação legal.

Todavia, existe um conjunto de imóveis que o Novo Banco pode e quer vender: no total são nove *shoppings*, entre os quais o Campera, o Beloura e o Leiria Retail Park, que a instituição ainda está a promover⁶⁷.

Entre junho e outubro de 2015, fazem-se novas buscas e arrestos a empresas do Grupo Espírito Santo e a propriedades de antigos administradores, ao mesmo tempo que os lesados do BES se manifestam dentro e fora do país.

Também o ex-secretário de Estado Sérgio Monteiro entra no círculo da polémica por ter sido contratado pelo Fundo de Resolução para vender o Novo Banco, com um salário mensal de cerca de 30 mil euros, em simultâneo com Ricardo Salgado ter sido acusado pelo Banco de Portugal de irregularidades na gestão do BES Angola.

No final de 2015, o Novo Banco chumba nos testes de *stress*, revelando insuficiência de capitais próprios de 1.398 milhões de euros, na mesma altura em que é noticiado que Ricardo Salgado deixa de estar em prisão domiciliária, ficando com termo de identidade e residência e se encontra uma solução para a capitalização do Novo Banco em 1.985 milhões de euros por via da saída de dívida sénior para o BES mau.

As acusações contra Ricardo Salgado, considerado até então o senhor “Dono Disto Tudo”, continuam e em junho de 2016 é condenado pelo supervisor ao pagamento de 4 milhões de euros, pelo crime de manipulação de contas da Espírito Santo International, ficando também proibido de exercer funções no sector financeiro durante dez anos.

Logo a seguir Ricardo Salgado enfrenta a terceira acusação do BdP por não cumprir as regras de controlo de capitais em diversas filiais do antigo BES.

⁶⁷ Observador/Idealista/News, 26/12/2014

No início de 2017, o BdP recomenda a venda do Novo Banco ao fundo norte-americano Lone Star, mas a exigência de prestação de uma garantia do Estado é recusada pelo Governo, a pretexto de evitar impacto sobre as contas públicas. À esquerda e à direita, ganha força a hipótese da nacionalização do banco.

Todavia, pouco depois, o Banco de Portugal insiste na venda ao fundo norte-americano e, dois anos e meio após a resolução do BES, abre uma “fase definitiva” de negociações em condições de exclusividade com vista à finalização dos termos em que se poderá realizar a venda da participação do Fundo de Resolução no Novo Banco⁶⁸.

Apesar disso, em março de 2017, surge uma nova proposta para o Novo Banco, por parte da Aethel, o maior acionista da Pivot, onde o ex-ministro Miguel Relvas tem 31%, oferecendo cerca de 4 mil milhões de euros pela instituição⁶⁹.

No entanto, cerca de três anos depois do governador Carlos Costa ter anunciado a resolução do Banco Espírito Santo, o Novo Banco acabou mesmo por ser vendido em outubro de 2017 ao fundo norte-americano Lone Star. O acordo entre o BdP, o Fundo de Resolução e o Lone Star subscreve a entrega de 75% da instituição bancária ao fundo americano na condição de este injetar 250 milhões de euros até finais de 2017⁷⁰.

Desde que foi vendido à Lone Star no final de 2017, o Novo Banco já recebeu uma primeira injeção de fundos públicos, financiada com um empréstimo do Estado ao Fundo de Resolução, que ascendeu a 791,7 milhões de euros. Uma operação que foi ao défice do Estado e que deverá voltar a acontecer no próximo ano.

Em 2019 o Novo Banco poderá vir a precisar de uma nova injeção de capital por parte do acionista público. O número não está ainda finalizado, mas o relatório das contas semestrais revela que no final de junho de 2018 está contabilizado 726,369 milhões de euros a receber no ano seguinte ao abrigo do mecanismo de capital contingente celebrado com o Fundo de Resolução.

Este valor resulta das perdas registadas em ativos selecionados e do seu impacto nos rácios, impostos no momento em que são determinados, ou seja, à data em que é feito cada balanço. Isto significa que as necessidades de capital a receber do Fundo de Resolução no próximo ano, só ficarão fechadas quando forem conhecidas as perdas e o seu impacto nos rácios no

⁶⁸ Público 31/03/2017

⁶⁹ Visão 2/03/2017

⁷⁰ Observador 18/10/2017

final de 2018. Para já, sabe-se que, nos primeiros seis meses de 2018, o valor líquido dos ativos da carteira do património identificado como problemático caiu 500 milhões de euros.

A probabilidade de a instituição vir a precisar de mais capital ao abrigo deste mecanismo negociado com o comprador tem sido sinalizada pelo presidente da instituição António Ramalho ao reconhecer que o banco ainda tem uma recuperação a fazer e que essa recuperação ainda vai naturalmente implicar mais custos. Este cenário ganhou força com os resultados do primeiro semestre que representaram um regresso aos prejuízos (231,2 milhões de euros) depois de lucros no primeiro trimestre de 2018⁷¹.

4.4.5. O Caso Portugal Telecom

O caso da Portugal Telecom está intimamente ligado ao caso BES e ao grupo de empresas da esfera do seu controlo, envolvendo um conjunto de figuras bem conhecidas da sociedade civil e que se aproveitaram dos cargos de direção que tinham nesta empresa para protagonizar uma complicada teia de movimentações obscuras a favor de interesses próprios e altamente lesivos da empresa e do país.

Em julho de 2014, os acionistas minoritários da PT, representados pela Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais, apresentaram duas ações judiciais contra a comissão executiva da empresa, a primeira ligada à aplicação de 900 milhões de euros em papel comercial da Rioforte e a segunda com o objetivo de apurar a responsabilidade civil dos vários membros da comissão executiva, nomeadamente Henrique Granadeiro, *ex-chairman* e *ex-presidente* executivo da PT e os *ex-vogais* executivos Luís Pacheco de Melo (*ex-administrador* financeiro), Alfredo Baptista, Carlos Duarte, Manuel Rosa da Silva, Pedro Leitão e Shakhaf Wine.

Em outubro de 2015, foi a vez da Pharol (nova designação da ex-PT, SGPS) de interpor uma ação contra os mesmos antigos administradores, Henrique Granadeiro e Luís Pacheco de Melo, além de Amílcar Moraes Pires, *ex-administrador* executivo da PT e *ex-administrador* financeiro do BES. Em causa está o mesmo investimento de 900 milhões de euros em papel comercial da RioForte. A Pharol pede uma indemnização que pode ultrapassar os mil milhões de euros.

⁷¹ Observador 2/10/2018

Zeinal Bava, ex-presidente executivo da PT, também não ficou de fora deste quadro acusatório. Pouco depois, em janeiro de 2016, foi a vez de a empresa processar o gestor numa nova ação de responsabilidade civil, visando, além de Bava, novamente Granadeiro e Pacheco de Melo. Em causa estão aplicações financeiras feitas, em 2010, pela empresa, após a venda da Vivo, operadora brasileira, à espanhola Telefónica por cerca de 7,5 mil milhões de euros. Uma ação que levou ao aumento da exposição aos instrumentos de dívida do GES e que prejudicou a PT em pelo menos 54,9 milhões de euros.

Em julho de 2016, foi a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários a acusar a ex-administração da PT de ter agido com dolo ao enganar o mercado com informação que não era verdadeira, não era completa, não era clara e não era lícita, alegando a CMVM que as contas da PT, de 2012 a parte de 2014, não refletiram os investimentos feitos pela empresa em títulos de dívida da Espírito Santo International, uma das holdings de controlo do GES.

Granadeiro foi acusado de três ilícitos contraordenacionais muito graves, Bava de dois, enquanto a Pacheco de Melo e Moraes Pires lhes foram apontadas cinco violações muito graves, incorrendo os antigos gestores em multas que podem ir de 25 mil a cinco milhões de euros.

Mas não ficaram por aqui os casos judiciais contra os principais gestores da PT. Em fevereiro de 2017, Zeinal Bava e Henrique Granadeiro, foram novamente constituídos arguidos, neste caso através da Operação Marquês, sendo ambos suspeitos de corrupção passiva, fraude fiscal e branqueamento de capitais, segundo a Procuradoria-Geral da República.

Entretanto a imprensa dá conta que os antigos gestores da Portugal Telecom estão envolvidos em mais processos, todos eles relacionados com a derrocada do Grupo Espírito Santo⁷².

Os primeiros passos da PT, enquanto empresa privada, foram dados em junho de 1995, com a venda de perto de 28% da empresa por parte do Estado, um caminho inicial que gerou alguma desconfiança e preocupação entre os trabalhadores. O processo só ficaria totalmente concluído em 2011, com a saída do Estado da empresa e o fim da "golden share".

Passados quase 20 anos da privatização, o futuro da Portugal Telecom voltou a gerar incertezas, depois de em outubro de 2013 ter anunciado a criação de um "operador de raiz lusófona líder" no seguimento da fusão com a Oi, o que acabaria por ser vendida pela operadora brasileira à Altice no ano seguinte. Tudo graças ao investimento ruinoso que os gestores da PT fizeram na Rioforte, do Grupo Espírito Santo.

⁷² O Observador 24/02/2017

O buraco de 900 milhões de euros obrigou à renegociação da combinação de negócios e à separação do grupo PT em duas holdings: a PT Portugal, que agrega o Meo e todas as infraestruturas, e a PT SGPS (atualmente Pharol) que ficou com a dívida da Rioforte e com 27,5% da Oi.

No final de 2014 a Oi decidiu vender a dona do Meo, tendo a Altice ganho a corrida.

A Portugal Telecom, ao longo da sua história, contou com vários apoiantes de peso como o BES, um dos parceiros mais antigos e emblemáticos. O banco, então liderado por Ricardo Salgado, e a PT caminharam de mãos dadas durante anos, quer nos primeiros passos das privatizações das empresas, quer no colapso que ditou o fim do banco e colocou em causa o futuro da operadora.

A ligação e participações cruzadas entre as empresas é antiga, bem como a influência de Ricardo Salgado que protagonizou vários momentos históricos da vida da PT como a oposição à OPA da Sonaecom em 2006 e a defesa da venda da participação da Vivo à Telefónica, que, por seu turno, chegou a ser uma das maiores acionistas da PT (com cerca de 10%), tendo saído do seu capital em 2010.

Ao longo dos últimos 20 anos, desde que foi privatizada, a PT contou com vários acionistas de peso nacionais, e internacionais, como a CGD, a Visabeira ou a RS Holding (Ongoing). Os dois últimos mantêm-se como acionistas da Pharol, a holding que ficou com a participação na Oi e com a dívida da Rioforte.

Por outro lado, a participação cruzada do BES na PT passou para o Novo Banco, não sendo conhecidas as intenções dos atuais donos em relação à fatia de 12% na Pharol⁷³.

5. CONCLUSÕES

5.1 Implicações Teóricas

A problemática do *Corporate Governance* exige que o desempenho dos administradores, que na maioria das vezes administram o património alheio, se deve vincular a um conjunto de deveres e normas deontológicas cuja violação tem de ter, necessariamente, consequências na determinação das suas responsabilidades.

⁷³ <https://www.sabado.pt/dinheiro/detalhe/portugal-telecom-a-queda-de-um-gigante>, 19/08/2015

Apesar de todo este quadro regulamentar e legislativo descrito, continuam a existir casos de verdadeira gestão dissonante, assimétrica e opaca registados a todos os níveis, quer no meio empresarial, privado ou público, quer ao nível das organizações do Estado, com perigosas ligações a membros com funções governativas.

No Congresso dos Revisores Oficiais de Contas de 15 de setembro de 2016⁷⁴, a propósito do estado atual do sistema de governação societária e o que fazer para o melhorar, sublinhou-se a ideia de que não é fácil advogar a contratação de um guarda para guardar os guardas existentes. Enquanto não houver formação (educacional e cultural) adequada, o que só ocorrerá com elevados padrões de exigência no plano da educação, há que regular pela prevenção, pela imposição de regras preceptivas e pela responsabilização, sobretudo de quem não impõe o seu cumprimento (e não apenas de quem as infringe e é apanhado). A infração por omissão deve ser sancionada e os titulares de altos cargos públicos e os reguladores devem dar o exemplo, no plano da governação pública.

Já Carlos Tavares, ex-presidente da CMVM, num documento emitido em 27-11-2014, a propósito de *Corporate Governance* e da responsabilidade social das organizações⁷⁵, afirma que, em Portugal, nos casos mais conhecidos de abalo de grandes empresas financeiras e não financeiras, encontramos os problemas do governo societário na raiz das convulsões verificadas. Se nos recordarmos dos casos BCP, BPN, BPP, BES e PT, em todos eles encontramos grandes défices no funcionamento dos mecanismos essenciais do governo societário.

Para Carlos Tavares, a raiz destes défices de funcionamento está para além do controlo interno, da supervisão externa e da regulamentação legislativa, acrescentando que, no entanto, algumas destas empresas eram altamente avaliadas – seja pela CMVM seja por entidades privadas – e apresentavam excelentes relatórios de governo sobre o cumprimento do Código de Governo e respetivas recomendações. A questão é que não há bons modelos de *Corporate Governance* que resistam às pessoas erradas; não há boas regras que resistam às más práticas; não há bons princípios de governo societário que resistam à falta de ética e de valores na condução das empresas.

Chegados a este ponto, os desvios de fundo à responsabilidade social das organizações, protagonizados pela gestão empresarial dissonante, assimétrica e opaca, continuam a passar

⁷⁴ <http://www.oroc.pt/gca/?id=1647>

⁷⁵ http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoes-publicas/Documents/Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20CT_GRACE_27.11.2014.pdf

ao crivo de uma legislação densa, altamente controladora e exigente ao ponto de impor regras e formalismos ao estatuto das sociedades abertas com elevados e in comportáveis custos orçamentais.

Onde residem então os mecanismos sancionatórios e de denúncia da falta de ética e de valores na condução das empresas protagonizados por responsáveis que se comportam à margem dos princípios de governo societário de que os casos BCP, BPN, BPP, BES, PT e outros são exemplos paradigmáticos?

Em nosso entender, os verdadeiros agentes sancionatórios que olham para a letra da lei, escrutinam os abusos de gestão empresarial e a má governação societária são os meios de comunicação social. São eles que denunciam publicamente os responsáveis que se aproveitam dos seus cargos superiores nas empresas para se apoderarem de proveitos que não lhes pertencem, em prejuízo da organização onde se inserem e até do país inteiro, por via das intervenções a que o Estado, direta e indiretamente, se obriga.

É o poder dos media, do jornalismo sério, de investigação, independente e democrático, que, ao delatar os casos de corrupção, traz à luz do dia as perversidades do sistema, pressionando os poderes judicial e político à ação no terreno, a sancionar os atos ilícitos e a exercer com mão pesada a justiça.

Não são só os conflitos entre os gestores e os acionistas dos casos mediáticos relatados, a causar indignação na opinião pública em geral e no universo empresarial em particular. São também as polémicas denunciadas pela imprensa em torno de ex-governantes e altas figuras de destaque da vida política nacional.

Personalidades de relevo na sociedade portuguesa, que desempenharam cargos de grande responsabilidade governativa, estão em processos de investigação criminal por alegados atentados de extrema gravidade, como suborno, falsificação, fraude fiscal, branqueamento de capitais, corrupção, entre outros, com destaque para o ex-primeiro ministro José Sócrates, ou o ex-ministro da Economia do governo de Sócrates, Manuel Pinho, ou o ex-ministro dos Assuntos Parlamentares e da Administração dos governos de Cavaco Silva, Manuel Dias Loureiro, ou o ex-gestor da CGD e do BCP e ex-ministro da Juventude e Desporto do governo PS, Armando Vara, ou o ex-deputado, ex-presidente do grupo parlamentar e ex-vice presidente da Comissão Política Nacional do PSD, Duarte Lima⁷⁶, ou o ex-secretário de

⁷⁶ https://pt.wikipedia.org/wiki/Duarte_Lima

Estado dos Assuntos Fiscais do X Governo Constitucional, José Oliveira e Costa⁷⁷, ou o ex-ministro das Obras Públicas, Transportes e Comunicações do XVI Governo Constitucional e ainda presidente da EDP António Mexia⁷⁸, ou o ex-ministro da Saúde dos XI e XII Governos Constitucionais Arlindo de Carvalho⁷⁹, ou o ex-ministro da Administração Interna de Passos Coelho, Miguel Macedo⁸⁰.

No preâmbulo do Código de Governo das Sociedades de 2018 lê-se que o código é de adesão voluntária e a sua observância assenta na regra *comply or explain*^{xii}, esclarecendo a CMVM, na análise do cumprimento das regras do *comply or explain*, que a racionalidade deste princípio reside no pressuposto de que a explicação para o não cumprimento deve permitir uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação, e que não é qualquer explicação que se exige à luz deste princípio. Apenas deverão ser positivamente consideradas as explicações que, em termos substanciais, justifiquem o afastamento da recomendação e evidenciem a conformidade da conduta alternativa adotada^{xiii}.

Como perceber a aplicação deste princípio aos casos que desde 2010 têm vindo a ser denunciados na imprensa e se têm arrastado nos tribunais? Que explicações, dentro da lógica racional do *Corporate Governance*, podem ser dadas aos *stakeholders* das empresas e ao cidadão comum para o não cumprimento das regras da boa governação?

Outra questão pertinente que fica por responder, pelo menos de forma clara e precisa, é o que seria do país sem a liberdade, a imparcialidade, a ousadia e a inteligência da imprensa que temos. A especulação, o *marketing* noticioso ou as *fake news* do jornalismo, sendo obviamente reprováveis, estão à margem dos créditos meritórios que, no essencial, distingue a ação comunitária dos *media*.

As implicações teóricas são múltiplas. Desde logo como prevenir estes casos no contexto da organização regulamentar do *Corporate Governance*, sendo certo que não vale “pôr um guarda atrás de cada guarda” existente numa empresa. Mas, se não há bons modelos de *Corporate Governance* que resistam às pessoas erradas, se não há boas regras que resistam às más práticas, se não há bons princípios de governo societário que resistam à falta de ética e de

⁷⁷ https://pt.wikipedia.org/wiki/Jos%C3%A9_Oliveira_e_Costa

⁷⁸ <https://expresso.sapo.pt/sociedade/2017-06-02-Antonio-Mexia-e-Joao-Manso-Neto-indiciados-por-corrupcao#gs.va=A4VE>

⁷⁹ Este caso, já com sentença proferida em novembro de 2018 e condenação a seis anos de prisão efetiva por crime de burla qualificada e fraude fiscal num processo ligado ao caso BPN.

⁸⁰ <https://pt.wikipedia.org/>

valores na condução das empresas, então o *Corporate Governance* tem de saber promover a transparência governativa de forma preventiva tão bem como os *media* o fazem após conhecerem os casos de abuso de poder.

Tal como a eficácia das auditorias só é plena quando exercida por entidades externas e independentes, as boas práticas do governo societário, se ficarem só pelo código das recomendações, sem qualquer autoridade independente de controlo, podem não ir além de um manifesto de honra e acabarão sempre por serem permissivas a atos de gestão empresarial irregular, assimétrica e opaca como os casos aqui documentados.

5.2 Implicações na Gestão

Após alguns anos sobre a publicação da lei *Sarbanes-Oxley* (nota *xiii*), a opinião dominante nos meios empresariais norte-americanos e entre as entidades de supervisão continua a ser a de que tal lei foi indiscutivelmente necessária.

No entanto, apesar de se reconhecer que os acontecimentos que estiveram na sua origem suscitaram um sentimento coletivo e legítimo de que era urgente empreender reformas que reabilitassem o governo das sociedades e que devolvessem confiança aos investidores, a aplicação prática desta lei e da regulamentação complementar entretanto publicada, tem merecido ainda uma acesa polémica e fortes críticas, dentro e fora do território norte-americano.

Uma delas deriva do facto de muitas das disposições existentes serem mais de natureza coerciva, incentivando-se o cumprimento meramente formal e mecânico dos procedimentos instituídos, em vez de se alterarem padrões de comportamento dos administradores e a prevenção dos riscos de fraude internas.

Acrescenta-se ainda à crítica o facto de que, por essa via, se obter o efeito perverso de desviar os conselhos de administração da sua missão essencial de criação de riqueza para a tarefa secundária de controlo do cumprimento de preceitos regulamentares, com toda a carga administrativa e de custos associados que tais disposições legais acarretam.

Conforme referido no ponto 4.2 deste trabalho, terá sido porventura isso que aconteceu ao contexto regulatório português? Pela situação de grande fragilidade da Bolsa de Valores, especificado na evolução negativa da capitalização bolsista que tombou de 132.239 milhões de dólares em 2007 para 57.197 milhões em 2016, que o volume de transações em bolsa caiu

de 22.370,60 milhões de euros, de média mensal em 2007, para 1.663,0 milhões em 2016 e que o número de empresas cotadas caiu de 148 em 1997 para 45 em 2016?

É, de facto, credível que a somar à crise de 2008, o excesso de carga legislativa referido no dito ponto 4.2 tenha afastado as grandes empresas nacionais do mercado da bolsa de valores, ao mesmo tempo que parece igualmente credível que os maiores escândalos do tecido empresarial português dados a conhecer à opinião pública tivessem facilmente conseguido passar ao crivo dessa apertada malha legislativa, só parando na argúcia introspectiva da comunicação social e no trabalho sério do jornalismo de investigação.

Ao longo destes anos, curiosamente, observou-se uma preocupação crescente pelas regras da ética empresarial como, por exemplo, nos trabalhos publicados pelo Instituto Português de *Corporate Governance*, cujo mérito permitiu evoluir do seu Livro Branco Sobre *Corporate Governance* em Portugal, em 2006, para o atual Código de Governo das Sociedades, em 2018.

Presentemente, as consequências na gestão e na vida das empresas da prática dos casos relatados são de completa derrocada financeira e falência total do BPN, BPP e BES, da venda total da PT ao melhor preço de oferta, com perda da maioria portuguesa e da *golden share* do Estado, ou da completa mudança da estrutura acionista com a perda total das posições qualificadas portuguesas a favor de interesses chineses, angolanos e anglo-americanos do BCP.

Em dezembro de 2017, o DN *online* noticiava que entre 2008 e 2016, salvar os bancos já custou 14,6 mil milhões de euros aos contribuintes, o equivalente a cerca de 8% do PIB nacional. Pelas contas do Tribunal de Contas, só o BPN, que era um banco de pequena dimensão, mas muito próximo do círculo do poder e de altas individualidades do PSD, já custou com a nacionalização, mesmo com a posterior venda e criação de sociedades estatais que ficaram com os seus ativos, mais de 4 mil milhões de euros aos contribuintes, até ao final de 2017.

Mas o custo do BPN também não ficará nos 4.095 milhões de euros agora revelados pelo TdC. Há heranças do BPN que ainda não estão registadas nas contas do Estado. Mas é certo que o serão. Foram constituídas três sociedades estatais que ficaram com os ativos tóxicos do banco (que não foram adquiridos pelo Eurobic, quando comprou o banco por 40 milhões de euros) que têm balanços deficitários.

A Parvalorem, a Parups e a Parparticipadas apresentavam, no final de 2017, capitais próprios negativos que totalizavam 1.716 milhões de euros, encargos que poderão vir a ser suportados

pelo Estado no futuro", refere o TdC. Mesmo vendendo e desfazendo-se de todos os ativos, estas sociedades ficariam com este valor de responsabilidades por saldar.

O Tribunal de Contas soma os encargos já suportados e aqueles que poderá vir a suportar e chega a 5.811 milhões de euros, sendo que não fica por aqui este montante negativo, pois a ele irão acrescer os resultados negativos de exercícios seguintes daquelas sociedades estatais.⁸¹

5.3 Limitações e Futuras Investigações

A primeira limitação sentida na presente dissertação prende-se com a atualidade dos acontecimentos relatados nestes cinco casos empresariais. Estamos todos muito em cima dos acontecimentos. Há ainda muita matéria em segredo de justiça, certamente mais escândalos de gestão fraudulenta por revelar e muita história para escrever e estudar. Além disso, parece sobressair alguma condescendência atenuante pelo facto de todos estes casos se inserirem no sistema financeiro, tão martirizado nos anos de crise subsequentes a 2008, induzindo alguma tendência para circunscrever estes relatos à desconfiança dos investidores pela instabilidade dos mercados e a meras “acusações infundadas”, como foi, por exemplo, a alegação dos advogados de defesa do ex-banqueiro Ricardo Salgado relativamente à acusação da Operação Marquês⁸².

Fica, todavia, a porta aberta para futuras investigações. Certamente novos escândalos virão a público pelas mãos da imprensa de investigação, séria, democrática e independente. Certamente novas diretivas e recomendações serão dirigidas ao mundo empresarial, com destaque para as grandes empresas cotadas, no sentido de tornar mais eficaz o código deontológico do *Corporate Governance* e mais transparente a gestão corporativa. Os erros do passado fazem sempre história e, passo a passo, certamente que se caminha para que não sejam repetidos. Mas o comportamento humano é mesmo assim, quando se tapa um buraco logo outro se descobre, acrescentando novos indícios de violação às normas instituídas e, portanto, nova matéria à investigação futura.

⁸¹ <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/nacionalizacao-do-bpn-ja-custou-mais-do-que-capitalizacao-da-cgd>

⁸² https://www.rtp.pt/noticias/pais/defesa-de-ricardo-salgado-diz-que-acusacao-da-operacao-marques-e-totalmente-infundada_n1033037

BIBLIOGRAFIA

- Alves, A. C., Pereira, C. A., Borges, W. G., Santos, G. C., & Carvalho, L. F. (2017). AUDITORIA INTERNA EM UMA EMPRESA ATACADISTA: um estudo de caso na percepção dos auditores e auditados quanto às práticas de auditoria interna. *RAGC*, 5(18).
- Alves, C. F. (2000). Deverão os Investidores Institucionais envolver-se no Governo das Sociedades? *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 8, 1-26.
- Aoki, M. (1984). *The co-operative game theory of the firm*. Oxford university press.
- Astrachan, J. H., & Jaskiewicz, P. (2008). Emotional returns and emotional costs in privately held family businesses: Advancing traditional business valuation. *Family Business Review*, 21(2), 139-149.
- Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of comparative economics*, 32(4), 599-616.
- Baila, C. A. F. (2015). *Corporate Governance como estratégia Política das Empresas* (Doctoral dissertation, Universidade Europeia-Laureate International Universities).
- Batista, C. D. B. (2011). As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de *Corporate Governance* em Portugal.
- Besanko, D. *et al.* (2013), Economics of Strategy. Strategy, 606.
- Brousseau, E., & Curien, N. (Eds.). (2007). *Internet and digital economics: principles, methods and applications*. Cambridge University Press.
- Campos, L., Pires, A. M., & Fernandes, P. O. (2017). Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: Um estudo de caso das empresas cotadas em Portugal. In *XVI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria*. Ordem dos Contabilistas Certificados (OCC).
- Cascarino, R. E. (2012). *Corporate Fraud and Internal Control, + Software Demo: A Framework for Prevention* (Vol. 626). John Wiley & Sons.
- Castro, E. (2016). *La fraude financière et le contrôle interne en entreprise* (Doctoral dissertation, Haute école de gestion de Genève).
- Castro, E. La fraude financière et le contrôle interne en entreprise: l'importance d'un SCI efficient pour optimiser l'identification des risques de fraude et réduire leur probabilité d'occurrence. Haute école de gestion de Genève (HEG-GE).
- Cheffins, B. (2001). History and the global corporate governance revolution: the UK perspective. *Business History*, 43(4), 87-118.
- Cheffins, B. R. (2013). The history of corporate governance. *The Oxford handbook of corporate governance*, 46-64.
- Cheffins, B. R. (Ed.). (2011). *The history of modern US corporate governance*. Edward Elgar.

- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., & Chang, E. P. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business research*, 60(10), 1030-1038.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Council, A. C. G. (2007). Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments. *Australian securities exchange*.
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). *Corporate governance and international business*. BookBoon.
- Cunha, V. L. M., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67-92.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- de Fontes, L. F. N. R. (2013). Impacto da Informação de Governo: Análise da Retificação dos Relatórios de Governo das Sociedades Cotadas em Portugal.
- Dixon, R., Milton, K., & Woodhead, A. (2005). An investigation into the role, effectiveness and future of non-executive directors. *Journal of general management*, 31(1), 1-21.
- Du Plessis, J. J., Hargovan, A., & Harris, J. (2018). *Principles of contemporary corporate governance*. Cambridge University Press.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Esperança, J. P. (2011). *Corporate Governance no espaço lusófono*. Leya.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of financial Economics*, 14(1), 101-119.
- Farrar, J. (2008). *Corporate governance: theories, principles and practice*. Oxford University Press.
- Fernando, A. C. (2012). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, 2/e. Pearson Education India.
- Ferreira, M. F. (2009). *Os Problemas do Corporate Governance nas Empresas Públicas*. Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais.
- Freeman, E. R. (2004). A stakeholder theory of modern corporation. u: Beauchamp TL, Bowie NE [ur.] *Ethical theory and business*.

- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2006). *Stakeholders: Theory and practice*. Oxford University Press on Demand.
- Gallego, A. C., Briones, J. L., & Barbadillo, E. R. (2012). Barreras culturales y diversidad en los consejos de administración. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (99), 13-14.
- Gedajlovic, E. R., & Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Gillan, S., & Starks, L. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective.
- Hann, D. P. (2001). Emerging Issues in US Corporate Governance: Are the Recent Reforms Working. *Def. Counsel J.*, 68, 191.
- Hatefi, M. A., & Ghorbi, M. (2015). Investigating the effect of strategy formulation and implementation on the performance of marketing deputy of a company. *International Journal of Strategic Business Alliances*, 4(2-3), 134-151.
- Higgs, D. (2003). *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (pp. 1-120). London: Stationery Office.
- IMPACT, F. D. I. (2000). OECD Working Papers on International Investment 2000/03.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson Jr, B. L. (1995). Resource Dependence Theory: A Political Economy Model of Organizations.
- Johnson, G., Langley, A., Melin, L., & Whittington, R. (2007). *Strategy as practice: research directions and resources*. Cambridge University Press.
- Liao, C. (2013). The next stage of CSR for Canada: transformational corporate governance, hybrid legal structures, and the growth of social enterprise. *McGill Int'l J. Sust. Dev. L. & Pol'y*, 9, 53.
- Malayiti, E. A. (2016). *O Papel do Corporate Governance em Portugal na Retoma da Confiança nas Instituições de Crédito* (Doctoral dissertation).
- Mallin, C. A. (Ed.). (2011). *Handbook on international corporate governance: country analyses*. Edward Elgar Publishing.
- Marques, M. D. C. D. C. (2007). Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 11-26.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The journal of finance*, 60(2), 757-782.

- Moreira, A. R. L. (2015). *Corporate Governance: os investigadores institucionais no governo das sociedades comerciais* (Doctoral dissertation).
- Nogueira, S. I. C. (2011). O Impacto da Presença e Características dos Administradores Independentes no Desempenho das Empresas: O Caso Português.
- Nordberg, D. (2010). *Corporate governance: Principles and issues*. Sage.
- Nordberg, D., & McNulty, T. (2013). Creating better boards through codification: Possibilities and limitations in UK corporate governance, 1992–2010. *Business History*, 55(3), 348-374.
- Pye, A. (2004). The importance of context and time for understanding board behavior: Some lessons from social capital research. *International studies of management & organization*, 34(2), 63-89.
- Ramos, M. E. (2008). Debates Actuais em Torno da Responsabilidade e da Protecção dos Administradores: Surtos de Influência Anglo-Saxónica. *Bol. Fac. Direito U. Coimbra*, 84, 591.
- Ramos, P. L. (2012). *O corporate governance das instituições de crédito* (Doctoral dissertation).
- Roberts, R. W., & Mahoney, L. (2004). Stakeholder conceptions of the corporation: Their meaning and influence in accounting research. *Business Ethics Quarterly*, 14(3), 399-431.
- Rodrigues, E. N. (2012). *Corporate Governance: A Relação entre As Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon* (Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão).
- Rodrigues, J., & Seabra, F. (2011). Conselho de administração: Que funções?. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 10(1-2), 2-12.
- Rodrigues, J., Seabra, F., & Mata, C. (2008). Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 7(3), 34-42.
- Rose, C., & Mejer, C. (2003). The Danish corporate governance system: from stakeholder orientation towards shareholder value. *Corporate Governance: An International Review*, 11(4), 335-344.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Santos, J. A. N. D. (2009). *"Corporate governance": desenvolvimentos recentes e a realidade portuguesa* (Doctoral dissertation).
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic management journal*, 12(S2), 51-59.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

- Sicoli, G. (2013, January). Role of corporate governance in the family business. In *Global Conference on Business and Finance Proceedings* (Vol. 8, No. 1, pp. 8-16).
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. A. (2006). Livro branco sobre corporate governance em Portugal. *Instituto Português de Corporate Governance*.
- Silva, M. A. B. D. (2017). *Características do Governance e influência na performance das sociedades cotadas em Portugal* (Doctoral dissertation).
- Silva, P. C. (2010). As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários. *Coimbra Editora*, 36.
- Sousa, P. R. de *et al.*, (2018). Código de Governo das Sociedades. *eBook, Instituto Português de Corporate Governance*.
- Sternberg, R. J. (1999). The theory of successful intelligence. *Review of General psychology*, 3(4), 292.
- Tricker, R. B., & Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.
- Van den Berghe, L. A. A., & Baelden, T. (2005). The complex relation between director independence and board effectiveness. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 5(5), 58-83.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.
- Zeitoun, H., Osterloh, M., & Frey, B. S. (2014). Learning from ancient Athens: Demarchy and corporate governance. *Academy of Management Perspectives*, 28(1), 1-14.

WEBGRAFIA

- Batista, C. (2011). *As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal*. Dissertação, Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Disponível em <http://repositorioaberto.up.pt/bitstream/10216/56107/2/as%20variveis%20determinante%20na%20escolha%20do%20modelo%20de%20corporate.pdf>
- Crowther, D. & Seifi, S. (n/d). *Corporate Governance and International Business*. Bookboon.com. Disponível em <http://bookboon.com/en/corporate-governance-andinternational-business-ebook>.
- Department for Business, Energy & Industrial Strategy, GOV. UK. Disponível em www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review
- Macore, S. A. (2018). *Acções ou Quotas Próprias*. Disponível em: <http://www.ebah.com.br/content/ABAAAhC40AI/accoes-quotas-proprias>
- Pye, A. (2004). *The Importance of Context and Time for Understanding Board Behavior*. *International Studies of Management & Organization*, 34(2), 63–89. Disponível em <http://search.ebscohost.com.ezproxy.york.ac.uk/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=16677316&site=ehost-live>
- Relatório OCDE (2004). *Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Disponível em <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- Rocha, A. S. (2012). *Sociedades Anónimas – o regime*. Disponível em <http://antoniosoaesrocha.com/direito/sociedades-anonimas-o-regime>

NOTAS

i

I) Garantir a base para uma estrutura eficaz de governança corporativa; Destaca o papel da estrutura de *Corporate Governance* na promoção de mercados transparentes e justos, e na alocação eficiente de recursos. Centra-se na qualidade e consistência dos diferentes parâmetros de regulação que influenciam as práticas do governo societário e a divisão de responsabilidades entre as autoridades. Em particular, destaca a importância da qualidade da supervisão e execução. O capítulo também inclui um novo princípio sobre o papel dos mercados de ações em apoio ao bom governo societário.

II) Os direitos e tratamento equitativo dos acionistas e principais funções de propriedade. Este capítulo identifica os direitos básicos dos acionistas, tais como o direito à informação e participação nas principais decisões da empresa incluindo as decisões sobre a remuneração dos executivos.

III) Investidores institucionais, bolsas de valores e outros intermediários. Este é um novo capítulo que aborda a necessidade de estabelecer bons incentivos económicos, através da cadeia de investimento, com destaque particular para a captação de investidores institucionais com importante capacidade fiduciária. Destaca também a necessidade de divulgar e minimizar conflitos de interesse que possam comprometer a integridade dos consultores, analistas, corretores, agências de rating e outros que fornecem análises e aconselhamento relevantes para o mercado.

IV) O papel das partes interessadas no governo societário. Os Princípios incentivam a cooperação ativa entre empresas e as partes interessadas, sublinhando a importância do reconhecimento dos direitos das partes interessadas estabelecidos por lei ou através de acordos mútuos. Este capítulo também inclui o acesso das partes interessadas à informação, em tempo útil e o direito de reparação em caso de violações das regras básicas.

V) Divulgação e transparência. Este capítulo identifica as principais áreas de divulgação da informação, nomeadamente os resultados financeiros e operacionais, os objetivos da empresa, a maior participação acionista, o sistema remuneratório, as transações de participações cruzadas, os fatores envolventes de risco, membros do conselho, etc. As novas questões neste capítulo incluem o reconhecimento de tendências recentes em relação a itens de informação não financeira que as empresas, numa base voluntária, podem incluir como, por exemplo, os seus relatórios de gestão.

VI) As responsabilidades do conselho. Este capítulo fornece orientações sobre o respeito relativamente às principais funções do conselho de administração, incluindo a revisão da estratégia empresarial, selecionando e compensando a gestão, supervisionando grandes aquisições de empresas e os desinvestimentos, assegurando a integridade das empresas e dos sistemas de relatórios contabilísticos e financeiros. Os novos problemas neste capítulo destacam também o papel do conselho de administração na gestão de risco, o planeamento tributário e a auditoria interna. Existe ainda um novo princípio aconselhando a formação e a avaliação dos membros do conselho e uma recomendação ao estabelecimento de comités especializados de dirigentes em áreas como a remuneração, auditoria e gestão de riscos.

Resume-se, para cada capítulo, os seguintes princípios:

Capítulo I. Relação da sociedade com os investidores e a informação: As sociedades e, em particular, os seus administradores, devem tratar de forma equitativa os acionistas e restantes investidores, assegurando designadamente mecanismos e procedimentos para o adequado tratamento e divulgação da informação.

Diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade: As sociedades asseguram a diversidade na composição dos respetivos órgãos de governo e a adoção de critérios de mérito individual nos respetivos processos de designação, os quais são da exclusiva competência dos acionistas. As sociedades devem ser dotadas de estruturas decisórias claras e transparentes e assegurar a máxima eficácia do funcionamento dos seus órgãos e comissões.

Relação entre órgãos da sociedade: Os membros dos órgãos sociais, mormente os administradores, deverão criar as condições para que, na medida das responsabilidades de cada órgão, seja assegurada a tomada de medidas ponderadas e eficientes e, de igual modo, para que os vários órgãos da sociedade atuem de forma harmoniosa, articulada e com a informação adequada ao exercício das respetivas funções.

Conflitos de interesses: Deve ser prevenida a existência de conflitos de interesses, atuais ou potenciais, entre os membros de órgãos ou comissões societárias e a sociedade. Deve garantir-se que o membro em conflito não interfere no processo de decisão.

Transações com partes relacionadas: Pelos potenciais riscos que comportam, as transações com partes relacionadas devem ser justificadas pelo interesse da sociedade e realizadas em condições de mercado, sujeitando-se a princípios de transparência e a adequada fiscalização.

Capítulo II. Acionistas e Assembleia Geral: O adequado envolvimento dos acionistas no governo societário constitui um fator positivo de governo societário, enquanto instrumento para o funcionamento eficiente da sociedade e para a realização do fim social. A sociedade deve promover a participação pessoal dos acionistas nas reuniões da Assembleia Geral, enquanto espaço de comunicação dos acionistas com os órgãos e comissões societários e de reflexão sobre a sociedade. A sociedade deve ainda permitir a participação dos acionistas na Assembleia Geral por meios telemáticos, o voto por correspondência e, em particular, o voto eletrónico, salvo quando tal se mostre desproporcional tendo em conta, designadamente, os custos associados.

Capítulo III. Administração Não Executiva e Fiscalização: Os membros de órgãos sociais com funções de administração não executiva e de fiscalização devem exercer, de modo efetivo e criterioso, uma função fiscalizadora e de desafio à gestão executiva para a plena realização do fim social, devendo tal atuação ser complementada por comissões em áreas centrais do governo da sociedade. A composição do órgão de fiscalização e o conjunto dos administradores não executivos devem proporcionar à sociedade uma equilibrada e adequada diversidade de competências, conhecimentos e experiências profissionais. O órgão de fiscalização deve desenvolver uma fiscalização permanente da administração da sociedade, também numa perspetiva preventiva, acompanhando a atividade da sociedade e, em particular, as decisões de fundamental importância para a sociedade.

Capítulo IV. Administração Executiva: Como forma de aumentar a eficiência e a qualidade do desempenho do órgão de administração e o adequado fluxo de informação para este órgão, a gestão corrente da sociedade deve pertencer a administradores executivos com as qualificações, competências e a experiência adequadas à função. À administração executiva compete gerir a sociedade, prosseguindo os objetivos da sociedade e visando contribuir para o seu desenvolvimento sustentável. Na determinação do número de administradores executivos, devem ser ponderados, além dos custos e da desejável agilidade de funcionamento da administração executiva, a dimensão da empresa, a complexidade da sua atividade e a sua dispersão geográfica.

Capítulo V. Avaliação Anual de Desempenho: A sociedade deve promover a avaliação do desempenho do órgão executivo e dos seus membros individualmente e ainda do desempenho global do órgão de administração e das comissões especializadas constituídas no seu seio.

Remunerações: A política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, profissionais qualificados, induzir o alinhamento de interesses com os dos acionistas — tomando em consideração a riqueza efetivamente criada pela sociedade, a situação económica e a do mercado — e constituir um fator de desenvolvimento de uma cultura de profissionalização, de promoção do mérito e de transparência na sociedade.

Remuneração dos Administradores: Os administradores devem receber uma compensação: i) que remunere adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade; ii) que garanta uma atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas, bem como de outros que estes expressamente definam; e iii) que premeie o desempenho.

Nomeações: Independentemente do modo de designação, o perfil, conhecimentos e currículo dos membros dos órgãos sociais e dos quadros dirigentes devem adequar-se à função a desempenhar.

Capítulo VI. Gestão de Risco: Tendo por base a estratégia de médio e longo prazo, a sociedade deverá instituir um sistema de gestão e controlo de risco e de auditoria interna que permita antecipar e minimizar os riscos inerentes à atividade desenvolvida.

Capítulo VII. Informação Financeira: O órgão de fiscalização deve, com independência e de forma diligente, assegurar-se de que o órgão de administração cumpre as suas responsabilidades na escolha de políticas e critérios contabilísticos apropriados e no estabelecimento de sistemas adequados para o reporte financeiro, para a gestão de riscos, para o controlo interno e para a auditoria interna. O órgão de fiscalização deve promover uma adequada articulação entre os trabalhos da auditoria interna e da revisão legal de contas.

Revisão Legal de Contas e Fiscalização: Cabe ao órgão de fiscalização estabelecer e monitorizar procedimentos formais, claros e transparentes sobre a forma de seleção e relacionamento da sociedade com o revisor oficial de contas, e sobre a fiscalização do cumprimento por este das regras de independência que a lei e as normas profissionais lhe impõem.

iii

Fruto de uma ampla e longa discussão pública, este Código beneficiou de vastos contributos individuais e institucionais, bem como da existência e da maturidade dos Códigos que o antecederam. O Código traduz o compromisso do IPCG de, pela via da autorregulação, promover nas sociedades, em geral, e nos Emitentes

sujeitos à supervisão da CMVM, em particular, seus destinatários, práticas de bom governo, contribuindo para o reforço de uma cultura dinâmica e interativa de governo societário, de modo a que este Código possa assim representar um instrumento de progresso do mercado de capitais nacional (CMVM/IPGC, 13 de Outubro de 2017).

iv

O Banco de Portugal supervisiona, de forma contínua, o funcionamento do modelo de governo como um todo e o funcionamento de cada uma das funções em particular, atendendo ao princípio da proporcionalidade. O Banco verifica se as estruturas de governo previstas se encontram, formal e substancialmente, de acordo com o regulamentado e avalia o funcionamento em concreto do modelo de governo adotado. No exercício da supervisão, e atendendo ao princípio da proporcionalidade, o Banco de Portugal mantém contacto regular com os membros dos órgãos sociais das instituições que supervisiona. Caso entenda necessário, pode assistir presencialmente às reuniões destes órgãos.

Banco de Portugal - Supervisão do governo societário e do sistema de controlo interno, 4/08/2018

v

(1) Falhas do mercado regulador e controlador da atividade das empresas.

Silva *et al.* (2006) referem que o mercado de supervisão das empresas tem uma relação fraca com a performance e é pouco impulsionado pelo *Corporate Governance* operando muito mais intensamente por força do fator dimensão, implicando que uma grande empresa pouco lucrativa tem maior probabilidade de sobreviver com independência do que uma pequena empresa muito rentável.

Referindo-se claramente às limitações do sistema anglo-saxónico, que pressupõe uma maior penalização do mercado às empresas que acrescentam menor riqueza aos seus proprietários, Silva *et al.* (2006) apontam falhas com efeito punitivo nas ofertas públicas de aquisição. Ou seja, as empresas com menor desempenho tendem a ser menos valorizadas no mercado, abrindo uma brecha nas suas defesas patrimoniais e estando, portanto, mais permissivas às OPA's.

No entanto, para Moeller *et al.* (2005), parece não existir uma forte correlação positiva entre a performance e a ocorrência de OPA's. A alta valorização das empresas que anunciam grandes negócios na compra de firmas falidas não é suficiente para explicar a alteração dos rendimentos prometidos nos anúncios de aquisição, uma vez que essas empresas têm as mesmas avaliações quando publicitam fusões ou aquisições associadas a rendimentos extraordinários. A dimensão das falências acaba por ser de tal forma grande e o desempenho das empresas insolventes após o anúncio de tal forma baixo que não é de todo provável que as aquisições levem os investidores a reconsiderar as avaliações extremamente altas publicitadas no negócio da compra. Como as empresas que fazem esses grandes negócios com falências são adquirentes em série, é provável que este tipo de aquisições demonstre aos investidores que a estratégia dessas empresas de crescer por meio de compras de empresas falidas acabe por não ser sustentável, não criando assim tanto valor quanto os investidores inicialmente acreditavam.

(2) Sistemas remuneratórios definidos de forma incorreta.

Os ganhos auferidos em função de mecanismos variáveis como as *stock pontinos*, por exemplo, resultante da sintonia entre gestores e acionistas, nem sempre refletem o desempenho da equipa de gestão, uma vez que as oscilações dos mercados dependem de muitos outros fatores, frequentemente até de natureza aleatória.

Segundo Silva *et al.* (2006), os mecanismos remuneratórios que foram usados ao longo da década de noventa para alinhar os interesses entre gestores e acionistas, em grande parte, falharam os seus objetivos e ficaram aquém das expectativas do mercado. O elevado crescimento das remunerações e a falta de informação sobre as mesmas, são factos que demonstram falta de transparência e que este sistema não funciona de forma correta.

(3) Limitações no controlo dos administradores independentes (não executivos).

Existe algum ceticismo acerca da capacidade de fiscalização e avaliação dos administradores independentes, designadamente pelo facto de estes serem frequentemente nomeados pelos gestores executivos e serem remunerados de acordo com as regras que estes estabelecem (Silva *et al.*, 2007).

Para além da independência, o administrador deve apresentar competências em literacia financeira e dispor de tempo para acompanhar os assuntos da empresa. Acontece que encontrar pessoas com elevadas competências e que disponham de tempo suficiente para acompanhar uma determinada empresa não é fácil, havendo fortes probabilidades de se recorrer a um grupo restrito, colocando em causa a independência dos administradores (Silva *et al.*, 2006).

Silva *et al.* (2006) defendem que o administrador deve ser independente de todos os outros administradores e gestores, assim como de todos os acionistas da empresa e outros interesses relevantes em torno desta, nomeadamente fornecedores, clientes, credores, trabalhadores, entre outros.

Um administrador independente deve sentir-se livre de cumplicidades e deve sentir-se apenas comprometido com o cumprimento dos objetivos da empresa e com o tratamento equitativo de todos os acionistas.

Os administradores independentes devem sentir-se livres da própria empresa, tendo condições e disponibilidade mental para em qualquer momento cessarem as suas funções. A independência é em última instância uma questão de sentimento, de integridade e de honestidade pessoal, razão pela qual não existe um perfil consensual para a figura do administrador independente.

Silva *et al.* (2006) consideram que uma crítica recorrente é a de que os administradores independentes não têm tempo nem conhecimentos, tanto no campo financeiro, como no campo técnico específico dos negócios, para absorver toda a informação necessária à compreensão do funcionamento da empresa.

(4) Concentração de poder nas mãos dos grandes acionistas.

A concentração de poder nos grandes acionistas conduz, tendencialmente, a influenciar os gestores no sentido de melhorar o seu desempenho, mesmo que à custa de interesses contrários aos restantes acionistas minoritários. Deste modo criam-se as condições para um conflito potencial em torno das prioridades de investimento, sendo frequente a tomada de decisões que privilegiem estratégias de rentabilidade a curto prazo em detrimento de rentabilidades de médio ou longo prazo, embora esta ideia não seja consensual na literatura (cf. Rose & Mejer, 2003).

(5) A atuação da regulação e supervisão.

A regulação e a supervisão nem sempre garantem a gestão das empresas orientadas no interesse dos seus acionistas ou que estes sejam tratados de forma equitativa. Casos recentes, nacionais e internacionais, evidenciam que a informação não é simetricamente distribuída pelas partes interessadas (Silva *et al.*, 2006).

Silva *et al.* (2006) afirmam também que nos meados da primeira década do século XXI, subsiste uma ampla necessidade de aprofundamento e melhoramento dos mecanismos de *Corporate Governance*, tanto no que respeita ao padrão anglo-saxónico, como no que diz respeito à europa continental.

vi

O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.

vii

Princípio geral:

O governo societário deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades.

I.1. Relação da sociedade com investidores e informação - As sociedades e, em particular, os seus administradores devem tratar de forma equitativa os acionistas e restantes investidores, assegurando designadamente mecanismos e procedimentos para o adequado tratamento e divulgação da informação.

I.1.1. A sociedade deve instituir mecanismos que assegurem, de forma adequada e rigorosa, a produção, o tratamento e a atempada divulgação de informação aos seus órgãos sociais, aos acionistas, aos investidores e demais *stakeholders*, aos analistas financeiros e ao mercado em geral.

viii

a) Instituições de crédito; b) Empresas de investimento; c) Empresas de seguros; d) Instituições de investimento coletivo e respetivas sociedades gestoras; e) Fundos de pensões e respetivas sociedades gestoras; f) Outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas, designadamente fundos de titularização de créditos, respetivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei, sociedades de titularização de créditos, sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respetivas sociedades gestoras; g) Instituições financeiras de Estados que não sejam membros da União Europeia que exerçam atividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores; h) Entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias; i) Governos de âmbito nacional e regional, bancos centrais e organismos públicos que administram a dívida

pública, instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

ix

a) Entidades que tenham por objeto principal o investimento em valores mobiliários; b) Empresas que, de acordo com as suas últimas contas individuais ou consolidadas, preencham dois dos seguintes critérios: i) Número médio de trabalhadores, ao longo do exercício financeiro, igual ou superior a 250 ii) Ativo total superior a 43 milhões de euros; iii) Volume de negócios líquido superior a 50 milhões de euros.

São também considerados investidores qualificados: a) As pessoas que prestem serviços de investimento, ou exerçam atividades de investimento, que consistam, exclusivamente, na negociação por conta própria nos mercados a prazo ou a contado, neste caso com a única finalidade de cobrir posições nos mercados de derivados, ou na negociação ou participação na formação de preços por conta de outros membros dos referidos mercados, e que sejam garantidas por um membro compensador que nos mesmos atue, quando a responsabilidade pela execução dos contratos celebrados for assumida por um desses membros; b) As pessoas coletivas, cuja dimensão, de acordo com as suas últimas contas individuais, satisfaça dois dos seguintes critérios: i) Situação líquida de 2 milhões de euros; ii) Ativo total de 20 milhões de euros; iii) Volume de negócios líquido de 40 milhões de euros. (...)

A CMVM pode ainda, por regulamento, qualificar como investidores qualificados outras entidades dotadas de uma especial competência e experiência relativas a instrumentos financeiros, nomeadamente emitentes de valores mobiliários, definindo os indicadores económico-financeiros que permitem essa qualificação.

x

Toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.

xi

Entende-se por *posição curta em ações*, toda aquela que resulta da *venda a descoberto de uma ação emitida por uma sociedade* (artº. 3.º/1, al. a), do Regulamento da União Europeia) ou da *celebração de uma transação que cria ou está relacionada com um instrumento financeiro (...)* sempre que o efeito, ou um dos efeitos da transação, seja o de conferir uma vantagem financeira à pessoa singular ou coletiva que participou nessa transação em caso de diminuição do preço ou do valor da ação ou instrumento de dívida” (artº. 3.º/1, al. b), do referido Regulamento).

No memorando da União Europeia 10/409, pode ler-se que *a venda a descoberto é a venda de um título que o vendedor não possui, com a intenção de o entregar depois de o recomprar num momento posterior.*

As operações de venda a descoberto, ou vendas curtas (*short selling*), podem distinguir-se entre operações de venda a descoberto puras (*naked short selling*) e operações de venda a descoberto impróprias (*covered short selling*). Nestas o vendedor descoberto (*short seller*) é o titular das ações por força do contrato de mútuo

celebrado com o proprietário (artº. 350.º/1, do CVM), a quem está obrigado a entregar quantidade igual de valores mobiliários àquela que adquiriu (Silva, 2010). Nas operações de venda a descoberto puras (*naked short selling*) o vendedor não é sequer detentor, não emprestou os títulos no momento da venda a descoberto.

As vendas a descoberto puras distinguem-se das vendas a descoberto impróprias pelo facto de, nestas, o vendedor ser o proprietário dos títulos, efeito jurídico possível dada a fungibilidade das ações (a não ser que, contratualmente, se convencie em contrário, cf. artº. 350.º/1 do CVM).

No entanto o objetivo de ambas as operações é semelhante: tirar partido, económica e financeiramente, favorável da queda das cotações dos títulos, apostando na perspetiva de que o preço das ações irá descer. No momento do fecho da transação, o ganho da operação é inversamente proporcional ao valor do título.

xii

O Princípio *Comply or Explain* é uma abordagem regulamentar usada no Reino Unido, Alemanha, Holanda e outros países no campo da Corporate Governance e da supervisão financeira.

Em vez de estabelecer leis vinculativas, os reguladores do governo definiram um código, que as empresas cotadas podem cumprir ou, se não cumprirem, devem explicar publicamente por que não cumprem. O Código de Corporate Governance destes países usam essa abordagem para estabelecerem padrões mínimos para as empresas nos seus comités de auditoria e remuneração, bem como recomendações sobre como as boas empresas devem dividir a autoridade nos seus conselhos de administração.

O objetivo de "cumprir ou explicar" é o de deixar o mercado decidir se um determinado conjunto de normas é apropriado para cada uma das empresas visadas.

Como qualquer empresa está sujeita a desvios da norma, essa abordagem rejeita a visão de um modelo único embora, devido à exigência de divulgação de explicações aos investidores e ao mercado, se entenda que quando os investidores não aceitem as explicações da empresa, têm a liberdade de vender as suas ações, criando assim uma penalização do mercado, substituindo-se aos meios regulamentares.

O conceito foi introduzido pela primeira vez após as recomendações do Relatório Cadbury de 1992 (https://en.wikipedia.org/wiki/Cadbury_Report).

O “Relatório Cadbury” veio assim introduzir o conceito *Comply or Explain*, recomendando às sociedades cotadas que declarassem no seu relatório anual quais as áreas em que seguiam as normas recomendadas e quais aquelas em que delas se afastavam, recomendando em caso de divergências as razões de inobservância. Mais tarde, a Bolsa de Londres obrigava à publicação da declaração sobre obediência às recomendações do Código como condição para as empresas serem admitidas à cotação.

xiii

A Lei Sarbanes-Oxley, assinada em 2002, que deve o seu nome ao senador democrata e ao deputado republicano, norte-americanos, foi criada na sequência dos escândalos financeiros empresariais da altura, entre eles os da Enron e da Worldcom, que acabou por afetar drasticamente a empresa de auditoria Arthur Andersen,

motivando a criação dessa lei, redigida com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e a fuga dos investidores causada pela aparente insegurança a respeito do modelo de governação adequado das empresas (https://pt.wikipedia.org/wiki/Lei_Sarbanes-Oxley).

Deste modo, a lei Sarbanes-Oxley, visou garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar as suas atividades e operações para mitigar os riscos de negócio, evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar a existência de meios de as identificar, garantindo a transparência na gestão das empresas.

Esta lei estabeleceu critérios para dar maior credibilidade às empresas de capital aberto ao investimento público, exigiu a reforma e a elevação dos padrões de prestação de contas, de transparência, de consistência e de ética empresarial. De uma forma geral, esta lei visou introduzir um conjunto de regulamentos que abrangia os requisitos de elaboração e aprovação de demonstrações financeiras e respetiva certificação pelos CEO e CFO; os requisitos normativos rígidos de independência dos administradores; as reuniões periódicas separadas de administradores não executivos; a composição e funcionamento de comissões de auditoria; a aprovação obrigatória de normas de governo societário interno e códigos de ética; a independência e incompatibilidade de auditores externos; as normas de proteção de alertas internos e, ainda, os controversos projetos, objeto de sucessivas reanálises, sobre a obrigatoriedade de comunicação aos sucessivos escalões hierárquicos dos advogados e assessores internos.

A conceção desta lei, foi a resposta do poder político norte-americano ao clima de descrédito e pessimismo que no rescaldo dos grandes escândalos financeiros então ocorridos, se havia instalado entre os investidores, igualmente abalados pelo declínio de uma euforia bolsista e que pusera em risco uma parcela importante da poupança privada.

O grupo Enron declarou a falência em Dezembro de 2001 arrastando consigo a multinacional de auditoria Arthur Andersen, que auditava as suas contas. Na época, as investigações revelaram que a Enron havia manipulado os seus balanços financeiros, com a conivência de outras empresas e bancos, ocultando dívidas de vários milhares de milhões de dólares com o objetivo de inflacionar artificialmente os seus resultados.

A WorldCom era, na altura, a segunda maior empresa de telecomunicações dos EUA e, no verão de 2002, a imagem da companhia foi igualmente seriamente abalada pelo escândalo de manipulações nas suas demonstrações financeiras. Em 2001 e 2002, a operadora tinha declarado vários milhares de milhões de dólares em receitas totalmente fictícias. Após esta descoberta, as ações WorldCom caíram vertiginosamente no mercado e a sua negociação foi suspensa no NASDAQ.

Em 2003, a WorldCom submeteu o seu plano de reorganização ao tribunal de falências dos EUA, acabando por mudar o seu nome para MCI, o que marcou um ponto de viragem na sua história, refletindo as mudanças operadas na sua política de gestão.

Após alguns anos sobre a publicação da lei Sarbanes-Oxley, a opinião dominante nos meios empresariais norte-americanos e entre as entidades de supervisão continua a ser a de que tal lei foi indiscutivelmente necessária. Reconhece-se que os acontecimentos que estiveram na sua origem suscitaram um sentimento coletivo e legítimo de que era urgente empreender reformas que reabilitassem o governo das sociedades e que devolvessem confiança aos investidores.

Apesar disso, a aplicação prática desta lei e da regulamentação complementar entretanto publicada, tem merecido ainda uma acesa polémica e fortes críticas, dentro e fora do território norte-americano. Uma delas, deriva do facto de muitas das disposições existentes serem mais de natureza coerciva, incentivando-se o cumprimento meramente formal e mecânico dos procedimentos instituídos, em vez de se alterarem padrões de comportamento dos administradores e a prevenção dos riscos de fraude internas. Acrescenta-se ainda que, por essa via, se obtém o efeito perverso de desviar os conselhos de administração da sua missão essencial de criação de riqueza para a tarefa secundária de controlo do cumprimento de preceitos regulamentares.

Mais séria e objetiva, pela sua relevância material e repercussões nas relações entre administradores, auditores e investidores, se tem revelado a questão concreta que determina a publicação pelas empresas de um relatório anual sobre controlo interno, onde se inclua uma avaliação documentada da eficácia do sistema de controlo, com indicação das deficiências existentes. Esta disposição conduziu as administrações da maioria das empresas a concentrar elevados investimentos na montagem e em mecanismos de verificação das suas estruturas de controlo interno, implicando pesados custos em tecnologia de informação.

Também o receio da severidade das penas previstas para a emissão de certificações incorretas teve um peso enorme nas administrações das empresas norte-americanas.

Num mercado com o capital fortemente disperso como é o norte-americano, foi generalizado o receio das empresas em colocar pela primeira vez ao escrutínio público a qualidade do seu controlo interno, tendo as despesas incorridas no seu cumprimento contribuído significativamente para o aumento dos custos de gestão.

Outra consequência da lei Sarbanes-Oxley foi a alteração do relacionamento da auditoria externa com os conselhos de administração. Perante um quadro legal que colocou os auditores externos como avaliadores formais das estruturas de controlo interno implantadas, geridas e avaliadas pelos conselhos de administração, argumentou-se que aqueles passaram a ser vistos, com algum ressentimento, como agentes das autoridades de supervisão e não mais como desejáveis consultores de negócios.

Perante este cenário, as entidades reguladoras, atuaram na fase mais recente do período pós Sarbanes-Oxley, com a preocupação de contrariar os aspetos mais negativos associados à aplicação da lei e respetiva regulamentação complementar, procurando um justo equilíbrio entre os dois objetivos essenciais: assegurar efetivas melhorias no governo das sociedades cotadas e manter o mercado de capitais norte-americano internacionalmente atrativo.

Adicionalmente, aquelas autoridades oficiais emitiram orientações visando a redução dos excessivos investimentos empresariais aplicados no cumprimento da lei Sarbanes-Oxley, através de uma seleção mais criteriosa dos controlos internos a implementar, desejavelmente mais de acordo com o critério do risco.

Por outro lado, também foram feitos apelos aos investidores para que as fragilidades de controlo interno divulgadas pelas empresas não sejam entendidas como fatores de exclusão de investimento, mas antes como elementos de análise suscetíveis de evolução positiva.

Tudo isto com vista a permitir um maior acompanhamento do desempenho empresarial, em benefício do mercado de capitais e da confiança dos investidores.

A regulamentação imposta pelo governo americano criou assim condições para que os investidores se sentissem protegidos em relação à ética e à qualidade das operações conduzidas pelas empresas em que investem. As empresas de auditoria foram proibidas, ou passaram a ter muito pouca liberdade, de prestarem serviços de consultoria e assessoria tributária e financeira às empresas que auditam, tornando-se assim necessário um apoio independente, em matérias tributárias, aos conselhos de administração, às assembleias de acionistas, aos comités de auditoria, aos comités internos de gestão tributária, ao CEO e ao diretor financeiro das sociedades em geral.

Na mesma perspetiva, a administração deve ser eficaz na implantação do governo tributário de forma a minimizar riscos e incertezas e ampliar resultados, num contexto de concorrência crescente, margens de lucro reduzidas e enormes riscos, potenciados pelos elevados custos fiscais e a alta complexidade legislativa e regulamentar.

O governo tributário apresenta-se entre as melhores práticas de governo empresarial, uma vez que a carga tributária é um dos maiores componentes de custo da atividade empresarial e um dos maiores riscos do negócio, tanto nas operações nacionais como internacionais. Sob a perspetiva de uma gestão empresarial eficiente, o governo tributário deve visar a minimização de incertezas e a legítima ampliação de resultados, preservando a boa reputação da empresa e as questões estratégicas, técnicas, operacionais, económicas e financeiras do negócio (Santos, 2009).